

UiO • **Det juridiske fakultet**

Misbruksreservasjonen i verdipapirhandelloven § 3-3 annet ledd

Kandidatnummer: 638

Leveringsfrist: 25. november 2013

Antall ord: 17 246



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Avhandlingens tema	1
1.2	Avhandlingens relevans	2
1.3	Kilder og metode	4
1.3.1	Metode	4
1.3.2	Rettskildesituasjonen i Norge.....	4
1.3.3	EUs Markedsmisbruksdirektiv og praksis fra EU-domstolen.....	6
1.4	Fremstillingen videre	10
2	INNSIDEHANDELFORBUDETS LEGISLATIVE BEGRUNNELSE.....	11
2.1	Innledning	11
2.2	Overordnede hensyn	11
2.3	Økonomisk bakgrunn – hensynet til likviditet og teorien om «Market for lemons»	14
3	HENSYN SOM TALER MOT Å FORBY INNSIDEHANDEL: TIL MEST MULIG RIKTIGE PRISER.....	16
4	MISBRUKSRESERVASJONENS INNHOLD.....	18
4.1	Generelt.....	18
4.2	Typetilfeller som ikke vil innebære misbruk av innsideinformasjon	21
4.2.1	Innledning.....	21
4.2.2	Kan det oppstilles generelle retningslinjer for tilfeller som vil falle utenfor forbudet mot innsidehandel på grunn av misbruksreservasjonen?	27
4.3	Innebærer misbruksreservasjonen et krav om årsakssammenheng?	31
4.3.1	Innledning.....	31
4.3.2	Gjaldt det et krav om årsakssammenheng før Spector Photo?	32
4.3.3	Spector Photo og dens følger for rettstilstanden i EU-retten og norsk rett..	41

5	FORHOLDET TIL DEN ALMINNELIGE RETTSSTRIDSRESERVASJONEN	
	55
6	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	61
7	LITTERATURLISTE	62

1 Innledning

1.1 Avhandlingens tema

Tema for avhandlingen er misbruksreservasjonen i forbudet mot misbruk av innsideinformasjon¹ i lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75 (heretter «vphl.») § 3-3 annet ledd. Formålet med fremstillingen er å gi en rettsdogmatisk analyse av sentrale rettsspørsmål som reiser seg i forbindelse med reservasjonen.

Første ledd i § 3-3 oppstiller et generelt forbud mot å tegne, kjøpe, selge eller bytte med finansielle instrumenter mens man innehar innsideinformasjon, mens annet ledd gir anvisning på en innskrenkende tolkning av forbudet i første ledd i de tilfeller som ikke innebærer misbruk av innsideinformasjonen. I dette ligger en forutsetning om at ikke alle tilfeller som faller inn under gjerningsbeskrivelsen i første ledd innebærer at informasjonen er misbrukt.

Overtredelse av forbudet mot innsidehandel er belagt med straff, jf. vphl. § 17-3. Utgangspunktet er at en straffebestemmelse skal tolkes ut fra ordlyden; det som må sies å falle inn under ordlyden, forutsettes også å rammes av straffebudet. For at en straffebestemmelse skal omfatte mange ulike tilfeller, vil det være nødvendig å gi en ordlyd som er vid nok til å ramme de tilfeller lovgiver ønsker at skal ramme. Et resultat av det blir imidlertid at bestemmelsen også vil komme til å ramme tilfeller den ikke er ment å ramme. Det er derfor nødvendig å begrense rekkevidden av bestemmelsen. Dette kan gjøres på to måter; enten ved å liste opp de unntakene lovgiver mener ikke skal rammes, til tross for at de omfattes av ordlyden, og innta dette i loven eller operere med en generell begrensning.

Misbruksreservasjonen innebærer en generell begrensning for innsidehandelforbudet i første ledd, samtidig som det er listet opp et konkret unntak i vphl. § 3-3 annet ledd annet

¹ Heretter omtalt vekselvis med to begreper benyttet i forarbeidene; «forbudet mot innsidehandel» og «innsidehandelforbudet»

punktum om «normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp». Reservasjonen i første punktum fastslår at innsidehandel ikke er forbudt med mindre det foreligger «misbruk» av innsideinformasjonen. Formålet med å innta misbruksreservasjonen er dermed å sørge for at innsidehandelforbudet ikke går lenger enn lovgrunnen skulle tilsi. Det nærmere innholdet i misbruksreservasjonen er på denne måten avgjørende for rekkevidden av forbudet mot innsidehandel.

Misbruksreservasjonen må tolkes i lys av både de legislative hensyn som begrunner innsidehandelforbudet og hensyn som taler mot et slikt forbud. Det blir derfor en del av analysen å identifisere de typetilfeller som ikke innebærer misbruk.

Forbudet mot innsidehandel i vphl. § 3-3 første ledd bygger på Markedsmisbruksdirektivet (heretter «MAD» eller «Direktivet») fra EU-retten. MAD har ikke en tilsvarende misbruksreservasjon i forbudet mot innsidehandel i art. 2 nr. 1, slik at misbruksreservasjonen ikke har den samme EU-rettslige forankringen. Avhandlingen tar derfor også sikte på å undersøke forholdet mellom misbruksreservasjonen og forbudet mot innsidehandel i MAD art. 2 nr. 1.

1.2 Avhandlingens relevans

Misbruksreservasjonen har vært en del av forbudet siden det ble innført et forbud mot innsidehandel i norsk rett for første gang med lov om verdipapirhandel 14. juni 1985 nr. 29 (heretter «vphl. 1985»). Likevel har det nærmere innholdet og rekkevidden til misbruksreservasjonen ikke blitt problematisert eller presisert i Høyesterett. Lovgiver har riktignok til en viss grad tatt stilling til innholdet i misbruksreservasjonen, men uten at det er sagt noe generelt i forarbeidene om hva det skal legges vekt på ved tolkningen av reservasjonen. Det er oppstilt enkelte typetilfeller som ikke vil innebære misbruk, uten at det fremgår noe særlig om hvorfor eller i hvilken grad de er ment å ha betydning utover det konkrete tilfellet som nevnes. Det er i tillegg reist få særspørsmål om rekkevidden av misbruksreservasjonen

i litteratur som omhandler forbudet mot innsidehandel, selv om også misbruksreservasjonen har vært behandlet mer eller mindre utførlig.²

Som nevnt er overtredelse av forbudet er straffesanksjonert, med en øvre strafferamme på seks års ubetinget fengsel³. Det vil derfor ha stor betydning personlig for den individuelle markedsaktør å unngå å overtre forbudet, i tillegg til at en eventuell inndragning av gevinst i medhold av § 17-2 vil ha, potensielt stor, økonomisk betydning. En uklar rettsregel på dette område vil kunne ha konsekvenser for markedets likviditet hvilket, som vi vil se i kapittel 2, er avhengig av at aktører ønsker å være en del av markedet. Streng eller uklare regler vil kunne føre til at ønskelige transaksjoner ikke finner sted på grunn av frykt blant aktørene for å overtre forbudet mot innsidehandel. Det er behov for å ha klare rettsregler rundt dette, slik at markedsaktørene kan forutse sin rettsstilling.

Noe som særlig gjør at det nå er interessant å se nærmere på spørsmålet om misbruksreservasjonens rekkevidde og forholdet til EU, er at spørsmålet om innsidehandelforbudets rekkevidde i EU-retten er blitt aktualisert gjennom avgjørelsen fra EU-domstolen fra 23. desember 2009 i saken *Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia*⁴ (heretter «Spector Photo»). Det var lenge uklart hvordan det tilsvarende forbudet mot innsidehandel i EU-retten skulle forstås. Direktivets krav om «use» av innsideinformasjonen hadde blitt tolket ulikt blant medlemslandene. Avgjørelsen må anses svært oppklarende for rettstilstanden i EU og vil også kunne ha betydning for forståelsen av det norske forbudet i lys av presumsjonsprinsippet, som gjelder ved tolkningen av norske regler som bygger på rettsakter fra EU.

² For generell fremstilling se Sæbø (1995), Reed (1996), Bergo (2004) og Myklebust (2011)

³ Jf. vphl. § 17-3 første ledd

⁴ Case C-45/08, *Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia*

1.3 Kilder og metode

I dette kapittelet skal jeg klarlegge de metodiske forutsetninger og kildene avhandlingens analyser bygger på. En avgrenset metodisk og rettskildemessig fremstilling har betydning for denne avhandlingen, ettersom de norske reglene som behandles må tolkes i lys av EU-rettslig kildemateriale, samt at hensynene bak innsidehandelforbudet er sentrale i flere av avhandlingens analyser.

Ettersom det er norske regler som skal tolkes i lys av EU-rettslige kilder, må Norges folkerettslige forpliktelser som rettskilde presenteres, ved siden av norske rettskilder.

1.3.1 Metode

Avhandlingens analyser er deskriptive ved at jeg tar sikte på å undersøke rekkevidden av misbruksreservasjonen og hvorvidt forholdet mellom innsidehandelforbudet i norsk rett og EU-retten har endret seg i lys av Spector Photo. Forutsetningene for disse analysene krever at jeg vurderer rettstilstanden i Norge og EU forut for Spector Photo. Hensynene bak forbudet mot innsidehandel vil bli særskilt behandlet ettersom disse vil være sentrale ved vurderingen av den nærmere rekkevidden av misbruksreservasjonen. Et begrep om misbruksreservasjonens rekkevidde vil senere komme inn når det vurderes hvorvidt rettstilstanden i EU etter Spector Photo vil ha betydning for tolkningen av misbruksreservasjonen, samt i vurderingen av rettsstridsreservasjonens rekkevidde sammenlignet med misbruksreservasjonen.

1.3.2 Rettskildesituasjonen i Norge

Forbudet mot innsidehandel og misbruksreservasjonen er regulert i lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75 § 3-3 i henholdsvis første og annet ledd. Loven erstatter lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79 (heretter «vphl. 1997»). Denne ble endret blant annet i 2005 for å gjennomføre MAD i norsk rett.

Forarbeidenes behandling av misbruksreservasjonens rekkevidde er begrenset til tross for at misbruksreservasjonen generelt er behandlet i lovens forarbeider. Siden forbudet mot innsidehandel første gang ble innført ved vphl. 1985, har det vært gjenstand for endring flere ganger. Særlig forarbeidene til vphl. 1997 er svært grundige. Forarbeidene til de tidligere verdipapirhandellovene vil fortsatt ha relevans i den grad innholdet i bestemmelsen ikke er endret. Uttalelser knyttet til lovgrunnen vil fortsatt være relevante. Forarbeidene til gjeldende verdipapirhandellov omtaler ikke § 3-3 utover å videreføre bestemmelsen fra vphl. 1997 § 2-3. Forarbeidene til endringslov 4. mars 2005 nr. 11⁵, som gjennomførte Markedsmisbruksdirektivet, vil særlig være relevant for å se hvordan innsidehandelsforbudet ble vurdert i forhold til MAD.

Rettspraksis om innsidehandelsforbudet generelt er relativt sparsomt, selv om det de siste årene har vært en økning i avgjørelser fra Høyesterett på verdipapirrettens område. Misbruksreservasjonen nevnes kun i et fåtall av avgjørelsene. Første høyesterettsdom forelå i 2006 med den såkalte Sense-dommen inntatt i Rt. 2006 s. 1049. Spørsmålet om hva det innebærer at innsideinformasjonen må misbrukes for å rammes av forbudet, er ikke reist av noen av partene i sakene som har vært oppe for domstolene. Høyesterett har heller ikke valgt å si noe om dette på eget initiativ. Det som foreligger av rettspraksis kan i beste fall bidra til å fastslå hvilke tilfeller som innebærer misbruk, slik at det kanskje er mulig å slutte hvilke som eventuelt kan sies å ikke innebære misbruk. Dette kan imidlertid bli vanskelig dersom ingen av tilfellene som har vært oppe for domstolene kan sies å utgjøre et grensetilfelle. Imidlertid vil antitetisk tolkning av det Høyesterett kommer frem til ikke ha den rettskildemessige vekt som de rettssetninger og konklusjoner dommer faktisk gir uttrykk for.

Det foreligger betydelig mer underrettspraksis enn praksis fra Høyesterett. Grunnen til at underrettspraksis nevnes her, er at det vil bli vist til to avgjørelser fra tingretten under punkt 4.3.2. Slike avgjørelser vil ikke ha prejudikativ virkning,⁶ men de vil fortsatt inneholde for-

⁵ Ot.prp.nr.12 (2004-2005)

⁶ Se blant annet Fleischer (1998) side 190

nuftige betraktninger om andre rettskilder og hva som er gjeldende rett.⁷ Når det i denne avhandlingen vises til underrettspraksis, er det for å illustrere en generell oppfatning blant kompetente jurister.

Tilgangen på litteratur som sier noe rundt avhandlingens problemstilling er begrenset. Det meste som er av norsk litteratur vedrørende forbudet mot innsidehandel generelt, omhandler også misbruksreservasjonen, men uten å knytte den opp mot EU og problematisere forholdet til EU-retten. Utenlandske artikler og bøker er bedre egnet til å belyse situasjonen i EU, slik at noe litteratur fra EUs medlemsland vil være relevante for denne avhandlingen.

1.3.3 EUs Markedsmisbruksdirektiv og praksis fra EU-domstolen

Reglene om verdipapirhandel i norsk rett bygger på EUs Markedsmisbruksdirektiv, direktiv 2003/6/EF.⁸ Direktivet gjelder ikke i seg selv som norsk rett. Direktivet ble gjennomført ved endringslov 4. mars 2005 nr. 11, for å oppfylle Norges forpliktelse gjennom EØS-avtalen.⁹ Markedsmisbruksdirektivet stilte blant annet krav om at medlemslandene skulle innføre¹⁰ et forbud mot innsidehandel i samsvar med direktivets art. 2 nr. 1. Markedsmisbruksdirektivet erstattet direktiv 89/592/EØF, som tidligere stilte krav til nasjonal regulering av innsidehandel.¹¹ I det følgende skal jeg ta for meg implementeringen av MAD i relasjon til forbudet mot innsidehandel, fordi det vil være relevant ved vurderingen av om presumsjonsprinsippet får anvendelse på tolkningen av det norske forbudet mot innsidehandel. Videre skal jeg si litt om presumsjonsprinsippet, for å vise hvilken betydning EU-retten og EU-domstolens tolkning av den, har for tolkningen av norske rettsregler generelt, og innsidehandelforbudet spesielt. Dette er relevant fordi jeg senere skal vurdere betyd-

⁷ Fleischer (1998) side 191

⁸ Rt. 2012 s. 629 avsnitt 7

⁹ Inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 38/2004 av 23. april 2004

¹⁰ For EØS-landene var fristen for gjennomføringen 23. oktober 2004

¹¹ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) side 10

ningen av EU-domstolens avgjørelse i Spector Photo for misbruksreservasjonen i vphl. § 3-3 annet ledd.

Ved gjennomføringen av MAD i norsk rett gjennomgikk forbudet mot innsidehandel i vphl. 1997 § 2-1¹² enkelte forenklende språklige og strukturelle endringer, og utgjorde etter endringen en ny § 2-3. Det ble uttalt i forarbeidene til endringsloven¹³ at de norske reglene også før gjennomføringen av MAD ble antatt å være «i samsvar med direktivets krav til innholdet i det nasjonale regelverk»¹⁴ og at de språklige endringene som ble foretatt ikke innebar «noen materiell endring i det norske innsidehandelforbudet»¹⁵.

Når det gjelder gjennomføringen av MAD i norsk rett, ble den utført ved en gjennomgåelse av den dagjeldende vphl. 1997, og endringer av de norske reglene ble gjennomført der det ble ansett nødvendig for å oppfylle direktivets krav. I forarbeidene var det noe tvil blant høringsinstansene om hvorvidt direktivet var et fullharmoniseringsdirektiv eller et minimumsdirektiv. Departementet tok ikke stilling til dette ved sin vurdering av innsidehandelforbudet. Departementet uttalte at, uavhengig av svaret på dette spørsmålet, ville det «i seg selv være uheldig om det til stadighet reises spørsmål ved om norsk rett er i samsvar med direktivets utfyllende bestemmelser i fremtidige straffesaker om innsidehandel, med de konsekvenser dette vil ha for en effektiv avvikling av slike saker»¹⁶. Videre fremgikk det at departementet etter en helhetsvurdering mente «at en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk er å foretrekke fremfor å videreføre dagens bestemmelser i den språkdrakt de nå har». Det ble vist til at en slik løsning ville «sikre gjennomføring av de mer detaljerte reglene i det utfyllende direktivet, samtidig som den innebærer enkelte prosessøkonomiske fordeler og letter tilgjengeligheten for utenlandske investorer». Det må

¹² Flyttet til § 2-3 etter endringen

¹³ Ot.prp.nr.12 (2004-2005)

¹⁴ Ibid. side 28

¹⁵ Ibid. side 28

¹⁶ Ibid. side 28

etter dette legges til grunn at det var meningen fra lovgivers side at det norske forbudet mot innsidehandel skulle være i samsvar med det tilsvarende forbudet i MAD.

Når det må kunne fastslås at departementet hadde til hensikt å gjennomføre forbudet i direktivet fullt ut i norsk rett, er utgangspunktet også at innholdet i den norske bestemmelsen må tolkes i lys av direktivet. EU-domstolen har utviklet et prinsipp om fellesskapskonform tolkning for medlemslandene, hvilket innebærer at de nasjonale domstoler, i den grad de øvrige rettskildebilde tillater det, skal søke å komme frem til et fellesskapskonformt resultat i den enkelte sak. Et utslag av prinsippet er direktivkonform tolkning av bestemmelser i nasjonal rett.¹⁷ I norsk rett følger det samme av presumsjonsprinsippet. Etter presumsjonsprinsippet skal norsk lov så vidt mulig tolkes i samsvar med våre folkerettslige forpliktelser.¹⁸ Presumsjonsprinsippet må vurderes ut fra EØS-avtalens krav¹⁹ om plikt til å utvise lojalitet overfor fellesskapets bestemmelser.²⁰

I forlengelsen av EØS- og EU-direktivene kommer praksis fra EFTA-domstolen og EU-domstolen. EFTA-domstolens funksjon er i korte trekk å komme med rådgivende uttalelser om tolkning av EØS-avtalen og dømme i saker om traktatbrudd. EU-domstolen har så og si samme funksjon hva gjelder EU-retten overfor EU-medlemslandene. Gjennom målsettingen i EØS-avtalen om homogenitet blant medlemslandene, jf. EØS-avtalen art. 6, er argumenter forankret i EU-domstolens praksis uttrykkelig gjort til relevante og tungtveiende argumenter også ved løsningen av de tolkningsspørsmål EØS-avtalen gir grunnlag for.²¹ Tolkningssuttalelser fra EU-domstolens om bestemmelser i direktiver og forordninger vil derfor være relevante ved tolkningen av norske rettsregler som gjennomfører disse direktivene og forordningene i norsk rett.

¹⁷ Sejersted m.fl. (2004) side 242

¹⁸ Rt. 2000 s. 1811 (Finanger I) side 1826

¹⁹ EØS-avtalen art. 3

²⁰ Rt. 2000 s. 1811 (Finanger I) side 1827

²¹ Sejersted m.fl. (2004) side 216

Presumsjonsprinsippet forutsetter at lovgiver ikke har tatt et bevisst valg om å ikke gjennomføre en EØS-rettslig regel i norsk rett. I Rt. 2000 s. 1811 (Finanger I-dommen) kom Høyesterett frem til at Departementet hadde tatt stilling til forholdet til de relevante rettsaktene i EØS-direktivene om Motorvognforsikring ved endring i bilansvarslova²². Når lovgiver hadde valgt å opprettholde bestemmelsen i bilansvarslova § 7 tredje ledd bokstav b, mente retten at domstolene ikke kunne legge til grunn at bestemmelsen ikke skulle gjelde etter sin ordlyd.²³ Bestemmelsen lot seg ikke forstå på alternative måter og man var dermed også utenfor det som med rimelighet kunne anses som en tolkning av bestemmelsen.²⁴ Det ble ikke ansett som avgjørende at mye talte for at bestemmelsen ville ha blitt opphevet dersom rekkevidden av direktivene hadde vært avklart og at lovgiver hadde vist vilje til å oppfylle Norges forpliktelser.²⁵ Presumsjonsprinsippet kunne derfor ikke anvendes til å tolke den norske bestemmelsen i samsvar med EØS-retten.

Dersom lovgiver har vurdert forholdet til det relevante direktivet og likevel valgt en løsning som er i strid med direktivets krav, må løsningen etter norsk rett være å følge den norske lovbestemmelsen. Ut fra premissene i Rt. 2000 s. 1811 må dette synes å gjelde selv om lovgiver mener å oppfylle forpliktelsene etter EØS-avtalen.²⁶

Gjennomføringen av innsidehandelforbudet i MAD i norsk rett skiller seg fra forholdet ved gjennomføringen av direktivene om motorvognforsikring som Rt. 2000 s. 1811 omhandler, i og med at det ikke foreligger direkte motstrid mellom forbudet mot innsidehandel i vphl. § 3-3 og det tilsvarende forbudet i MAD art. 2 nr. 1. Vi har også gode holdepunkter for å anta at lovgiver gjennom § 3-3, tar sikte på å oppfylle innsidehandelforbudet i MAD som om det var et fullharmoniseringsdirektiv, selv om Departementet valgte å ikke ta stilling til

²² Lov 3. februar 1961

²³ Rt. 2000 s. 1811 på side 1831

²⁴ Ibid. 1831

²⁵ Ibid. 1832

²⁶ Ibid. 1832

om direktivet faktisk er et fullharmoniseringsdirektiv eller kun et minimumsdirektiv. Hvorvidt direktivet er det ene eller det andre har i utgangspunktet avgjørende betydning for hvor fritt de nasjonale myndigheter står ved implementeringen. Når Departementet ikke tok stilling til hvilke krav direktivet stilte med hensyn til gjennomføringen, var det fordi Departementet uansett tok sikte på en «mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk».²⁷ Det må derfor legges til grunn at presumsjonsprinsippet kommer til anvendelse ved tolkningen av forbudet i vphl. § 3-3, slik at denne må tolkes i samsvar med direktivet så langt det lar seg gjøre.

1.4 Fremstillingen videre

I den videre fremstillingen vil jeg først se på innsidehandelforbudets legislative begrunnelse (kapittel 2), herunder økonomiske teorier som er lagt til grunn ved utformingen av forbudet i vphl. § 3-3. I forlengelsen av dette skal jeg også vise til et hensyn som taler mot forbud mot innsidehandel (kapittel 3).

Deretter følger en analyse av misbruksreservasjonens innhold (kapittel 4). Jeg tar her for meg misbruksreservasjonens innhold ut fra norske rettskilder før jeg ser på hvordan forholdet var til EU-retten før EU-domstolens avgjørelse i *Spector Photo*. Videre tar jeg for meg EU-domstolens premisser i *Spector Photo* og ser på hvordan rettstilstanden i EU er i forhold til norsk rett nå i lys av avgjørelsen.

Til slutt vil jeg se nærmere på forholdet mellom misbruksreservasjonen og den alminnelige rettsstridsreservasjonen i strafferetten. Med det tar jeg sikte på å se om den ene reservasjonen tilfører innsidehandelforbudet noe med enn den andre, med andre ord om det er behov for misbruksreservasjonen ved siden av den alminnelige rettsstridsreservasjonen.

²⁷ Ot.prp. nr.12 (2004-2005) side 5 og 28

2 Innsidehandelforbudets legislative begrunnelse

2.1 Innledning

For å kunne analysere det nærmere innholdet og rekkevidden av misbruksreservasjonen, er det helt sentralt å se på hva som er formålet med verdipapirhandelloven og hensynene bak forbudet mot innsidehandel. Lovens formål er særlig relevant ettersom misbruksreservasjonen nettopp tar sikte på å innskrenke anvendelsen av forbudet i vphl. § 3-3 første ledd til de tilfeller som omfattes av den legislative begrunnelsen. Videre i dette kapittelet skal både de overordnede og de konkrete hensynene bak loven behandles. Begge er relevante ved tolkningen av lovens bestemmelser, men ikke alle lovens formål som begrunner andre regler vil tjene som begrunnelse for den konkrete bestemmelsen i vphl. § 3-3 første ledd.

2.2 Overordnede hensyn

Verdipapirmarkedet er en del av kapitalmarkedet, og ifølge forarbeidene er kapitalmarkedets viktigste oppgave i samfunnsøkonomien å sørge for at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg.²⁸ Derfor er det viktig for samfunnet at markedet fungerer optimalt. Formålet med verdipapirhandelloven er ifølge § 1-1 «å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter». Med dette formålet skal reglene i verdipapirhandelloven sørge for at verdipapirmarkedet kan «fungere tilfredsstillende som kapitalkilde for næringsliv og institusjoner».²⁹ Ved tolkningen av bestemmelsene i verdipapirhandelloven, må formålet må tas i betraktning, slik at tolkningsresultatet bidrar til sikker, ordnet og effektiv handel på verdipapirmarkedet.

Hva som ligger i «sikker», «ordnet» og «effektiv» handel er forstått litt forskjellig i forarbeidene til vphl. 1985 og vphl. 1997, men de overordnede hensynene og argumentene til grunn for dem er likevel felles. I forarbeidene til vphl. 1985, legges det til grunn at for å

²⁸ NOU 1996: 2 side 24

²⁹ Ibid. side 39

oppnå «sikker» verdipapirhandel, er det nødvendig at kursene gir et representativt uttrykk for markedets stilling til enhver tid og publikum må gis best mulig grunnlag for å vurdere markedet. Dette innebærer at transaksjonene må foretas på mest mulig riktig og fullstendig informasjon om selskapene verdipapirene er tilknyttet.³⁰ I forarbeidene til vphl. 1997 assosieres «sikker» handel med oppgjørsfunksjonen i verdipapirmarkedene, slik at aktørene må ha sikkerhet for at betaling for verdipapirene finner sted og at verdipapirene faktisk blir levert ved oppgjør. Det er antatt at usikkerhet ved oppgjøret utgjør en kostnad for aktørene, som vil føre til redusert effektivitet i markedene.³¹

Om begrepet «effektiv», uttales det i Ot.prp.nr.68 (1984-1985) at effektiv verdipapirhandel forutsetter at markeds- og formidlingsapparatet fungerer tilfredsstillende³² og at aktørene har tillit til at handelen skjer til kurser som reflekterer de reelle markedsforhold. Videre at markedsaktørene bør kunne ha en begrunnet forventning om effektiv oppfyllelse av transaksjoner.³³ I NOU 1996: 2 antas et verdipapirmarked å fungere effektivt «når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir», ved «riktigst» mulige priser og likviditet. For at prisene som dannes på markedet skal bli riktigst mulig, må blant annet markedsaktørene ha tilgang til kursrelevant informasjon.³⁴

Et «ordnet» marked er på den ene side antatt å forutsette at markedsaktørene «opptrer i samsvar med god forretningsskikk og ikke gjør bruk av utilbørlige forretningsmetoder».³⁵ Dette med særlig henblikk på å opprettholde nødvendig tillit på markedet. På den annen side antas «ordnet» å henseile hvordan markedsplassen fungerer og at handelen på markedet skal tilfredsstille alminnelige rettsferdighetsnormer.³⁶

³⁰ Ot.prp.nr.68 (1984-1985) side 8

³¹ NOU 1996: 2 side 20

³² Ot.prp.nr.68 (1984-1985) s. 8

³³ Ibid. s. 8

³⁴ NOU 1996: 2 side 20

³⁵ Ot.prp.nr.68 (1984-1985) s. 8

³⁶ NOU 1996: 2 side 20

Det mer konkrete hensyn som ligger bak forbudet mot innsidehandel er å sørge for å opprettholde et likvid og effektivt marked gjennom regler som bidrar til å opprettholde den nødvendige tilliten hos markedsaktørene. Det kan dermed fastslås at det ikke først og fremst er den enkelte investors fare for å lide tap som står sentralt for reglene om innsidehandel, men en overordnet beskyttelse av investorene ut fra en betraktning om at et effektivt verdipapirmarked forutsetter investorenes tillit til markedet.³⁷

Også Høyesterett har lagt vekt på hensynet til markedets tillit som en nødvendig forutsetning for «sikker, ordnet og effektiv» handel. I Rt. 2006 s. 1049³⁸ ble hensynet til markedets tillit vektlagt i straffeutmålingen. Det ble uttalt at:

«[b]åde den mulighet for at innsidehandel er til stede, og det faktum at slik handel foregår, bidrar til å svekke denne tilliten og dermed til at verdipapirmarkedet fungerer dårligere. Dette vil igjen kunne svekke dette markedet som finanskilde for næringslivet».

Tillit er dermed en forutsetning for et effektivt og likvid marked.

Også når det gjelder MAD er formålet, slik det fremgår av Fortalen punkt 12, å sikre markedets integritet og bedre investorenes tillit til markedet ved å motvirke markedsmissbruk. Investorenes tillit er blant annet antatt å avhenge av at de blir «placed on an equal footing and protected against the improper use of inside information».³⁹ Hensynet til markedets integritet og tillit blant investorene er altså de bærende hensynene bak forbudet mot innsidehandel i både norsk rett og i EU-retten.

³⁷ Trude Myklebust (2011) side 351

³⁸ Sense-dommen

³⁹ Case C-384/02 *Grøngaard and Bang v Denmark* (2005), avsnitt 33

Noe av bakgrunnen for reglene i MAD er at innsidehandel og markedsmanipulasjon antas å forhindre «full and proper market transparency» i markedet, hvilket anses som en forutsetning for handel for økonomiske aktører på markedet.⁴⁰ Markedstransparens foreligger når investorer har tilgang til all nødvendig informasjon som har betydning for aksjeverdien.

Oppsummeringsvis er de relevante hensynene for forbudet mot innsidehandel og rekkevidden av misbruksreservasjonen hensynet til riktige priser og likviditet, med henblikk på reglenes økonomiske funksjon. De hensynene som særlig trekkes frem i forarbeidene for å begrunne forbudet mot innsidehandel er markedsaktørenes tillit til et ordnet og effektivt verdipapirmarked og markedets integritet.⁴¹ Også hensynet til et likvid marked begrunner forbudet mot innsidehandel. Hensynet til riktige priser begrunner reglene om blant annet opplysningsplikt, men på den annen side taler dette hensynet mot et forbud mot innsidehandel.

2.3 Økonomisk bakgrunn

– hensynet til likviditet og teorien om «Market for lemons»

For å bedre forstå hvordan et forbud mot innsidehandel kan bidra til å opprettholde markedets integritet og markedsaktørenes tillit, vil det være nyttig å se litt på hvordan markedet og prisingen av verdipapirene påvirkes av informasjon som angår verdipapirene og utstederselskapet. En måte å illustrere dette er gjennom Georg A. Akerlofs teori om «Market for lemons».⁴² Dette er en generell teori som beskriver markedets behov for informasjon for å være likvid. Likvid er et marked når det hele tiden er mange aktører som er villige til å kjøpe og selge. Et verdipapir kan sies å være mer likvid dess større sjanse det er for at en aktør i markedet til ethvert tidspunkt kan selge papiret med liten prisrisiko.⁴³ Utgangspunktet for

⁴⁰ Direktiv 2003/6/EC fortalen punkt 15

⁴¹ NOU 1996: 2 side 55

⁴² Akerlof (1970) side 488-500

⁴³ NOU 1996: 2 side 20 og 26

teorien er at de fleste ønsker informasjon om en vare før de kjøper den og på den måten redusere sin risiko.

Akerlof bruker bruktbilmarkedet som for å illustrere forholdet mellom «quality uncertainty» og «the market mechanism», og med dette få frem viktigheten av at potensielle kjøpere får informasjon om varer som tilbys på markedet. Utgangspunktet er at en bilselger har bedre forutsetninger for å vite noe om kvaliteten på bilen enn kjøperen. Ettersom kjøperen ikke selv kan skille mellom en god bil og en dårlig bil, en «lemon», søker han å redusere sin risiko ved å betale mindre for bilen. Selgere av gode biler vil dermed ikke få den prisen bilen er verdt, og det vil etter hvert bli færre gode biler som tilbys på markedet. For selgere av dårlige biler er markedet gunstig, hvilket resulterer i at det blir flere dårlig biler som legges ut for salg. Gode biler drives på denne måten ut av markedet. Når flesteparten av kjøperne opplever å få en dårlig bil, bekreftes deres antakelse om at man løper en risiko ved å kjøpe en bruktbil. Resultatet blir at det omsettes færre og færre biler som følge av informasjonsasymmetrien mellom selgerne og kjøperne, og markedet blir illikvid.

«Market for lemons»-teorien lar seg i stor grad overføre til andre markeder enn bruktbilmarkedet. Den viser at generelt at et marked har behov for å motvirke informasjonsasymmetri for å holde seg likvid. En måte å imøtegå informasjonsasymmetrien er ifølge Hansen⁴⁴ å forby utnyttelsen av en informasjonsfordel; «I dette tilfellet vil ikke asymmetrien utjevnes, men den innebærer at innehaveren av informasjonen ikke får dra fordel av sitt informasjonsfortrinn»⁴⁵. Ved å forby innsidehandel søkes det å opprettholde markedets likviditet ved å forhindre at aktører med et informasjonsfortrinn presser ut aktører uten tilsvarende informasjon. Som Myklebust⁴⁶ uttrykker det i sin avhandling:

⁴⁴ Hansen (2001)

⁴⁵ Ibid. side 14-15

⁴⁶ Myklebust (2011)

«Rasjonelle investorer som vet eller mistenker at det forekommer innsidehandel i et bestemt marked, må forventes å gjøre mindre bruk av dette markedet, noe som vil få betydning for likviditeten i markedet og dermed vil svekke markedets effektivitet som finansieringskanal. Dette vil i sin tur kunne påvirke realøkonomien i ugunstig retning».⁴⁷

Innsidehandelforbudet er primært antatt å tjene hensynet til likviditet og dermed bidra til «effektiv» handel, jf. foran i punkt 2.2. Både den generelle tolkning av bestemmelsen og den konkrete vurderingen av situasjoner som kan tenkes å falle inn under forbudets anvendelsesområde, må ta hensyn til dette.

3 Hensyn som taler mot å forby innsidehandel: til mest mulig riktige priser

Sammenhengen mellom informasjon og markedskurs har også kommet til uttrykk i den utbredte hypotesen om markedseffisiens. Et effisient marked kjennetegnes med at det er presis prising og høy likviditet.⁴⁸ Hypotesen er lagt til grunn i forarbeidene, som formulerer den slik:

«[p]risen på en aksje [vil] i et effektivt marked reflektere all tilgjengelig informasjon, og prisen vil raskt tilpasses ny informasjon. I et fullt ut effisient aksjemarked tenker en seg ikke at prisen på en aksje blir bestemt av skjæringspunktet mellom en stigende tilbudskurve og en fallende etterspørselskurve, slik en gjerne tenker seg at prisen bestemmes i markedet for en vare. I et perfekt aksjemarked skal altså ikke en økning i tilbudet av en aksje i seg selv endre aksjekursen, med mindre økningen i tilbudet også gir informasjon til markedet».⁴⁹

⁴⁷ Ibid. side 351

⁴⁸ Goshen og Parchomovsky (2006) side 720

⁴⁹ NOU 1996: 2 side 25

Hypotesen tilsier at aksjekursen, i tillegg til å være et produkt av informasjon, også i seg selv kan være bærere av viktig informasjon. De gir signal om hvor kapitalen bør kanaliseres. På grunn av den betydningen informasjon har for aksjens markedsverdi, er dette viet mye oppmerksomhet ved reguleringen av verdipapirmarkedet.⁵⁰ Reguleringen baserer seg på at dersom markedsaktørene er informert om kursrelevant informasjon, vil dette bidra til en mer «korrekt» kursfastsettelse til enhver tid. Dersom markedsaktørene ikke kan forvente et informert marked og dermed «riktige» kurser, vil trolig interessen for deltagelse i markedet bli svekket. Dette danner grunnlaget for lovens krav om at kurssensitiv informasjon gjøres tilgjengelig for markedsaktørene,⁵¹ i tillegg til at et informasjonskrav bidrar til å sikre lik og samtidig informasjon til markedsaktørene.⁵² Et forbud mot innsidehandel derimot, kan på den annen side sies å motvirke et fullt ut effisient marked.

Forbudet mot innsidehandel søker, som vi har sett i kapittel 2, å gjøre markedet mer likvid ved å forby personer som besitter innsideinformasjon å handle med en informasjonsfordel, men ved å forby dette utsettes også informasjonsstrømmen til markedet inntil informasjonen eventuelt offentliggjøres. Prisene vil da heller ikke bli «riktige» før dette tidspunkt. Dersom innsidehandel hadde vært lovlig, ville prisen derimot gradvis tilpasset seg uten offentliggjøring.⁵³ Studier utført av U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) viser at handelen utført av de som var tiltalt for innsidehandel hadde ført til rask forandring av markedskursen.⁵⁴

Det at forbudet mot innsidehandel kan være med på å motvirke et hensyn som danner grunnlaget for andre bestemmelser i verdipapirhandeloven, viser at lovgiver har stått overfor et dilemma mellom hensyn ved utformingen av loven. Den regelkonstruksjonen loven

⁵⁰ Ibid. side 29

⁵¹ Jf. vphl. kapittel 5

⁵² NOU 1996: 2 side 29

⁵³ Manne (1966) side 77-91

⁵⁴ Bainbridge (2001) side 67 med videre henvisninger

har fått skal balansere disse hensynene. Dette taler for at innsidehandelforbudet ikke bør være mer omfattende enn nødvendig.

4 Misbruksreservasjonens innhold

4.1 Generelt

Analysen av misbruksreservasjonens innhold vil gjøres i tre deler. Først vil jeg foreta en generell tolkning av reservasjonen i lys av tilgjengelig kildemateriale, herunder dens plassering i verdipapirhandelloven. Deretter vil jeg se litt nærmere på hvilke typetilfeller som kan sies å ikke innebære misbruk og på denne måten analysere hvilke generelle retningslinjer som kan utledes, til bruk ved vurderingen av om andre tilfeller må falle utenfor forbudet fordi de ikke innebærer misbruk av innsideinformasjon. Til slutt skal forholdet til EU-retten i lys av Spector Photo behandles.

Forbudet mot innsidehandel i vphl. § 3-3 har overskriften «Misbruk av innsideinformasjon» og lyder:

«(1) Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.

(2) Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 3-2. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp».

Overtredelse av forbudet er straffesanksjonert slik at både det strafferettslige legalitetsprinsippet og klarhetskravet i EMK⁵⁵ vil ha betydning ved tolkning av bestemmelsen. Ordlyden i annet ledd gir ikke selv veiledning om hva det innebærer at informasjonen må misbrukes.

⁵⁵ Den europeiske menneskerettskonvensjon

Ordet «misbruk» indikerer at informasjonen må utnyttes og at misbruk gjelder de grovere tilfeller, slik at det må foreligge mer kvalifisert og klanderverdig bruk.

Av forarbeidene fremgår det at misbruksreservasjonen i § 3-3 annet ledd er en rettsstridsreservasjon, slik vi også ellers opererer med en alminnelig ulovfestet rettsstridsreservasjon i norsk strafferett,⁵⁶ se kapittel 5. Dette innebærer at ikke alle tilfeller som faller inn under ordlyden vil rammes, såfremt det ikke foreligger misbruk av innsideinformasjon. Isolert sett forteller dette oss at ordlyden skal tolkes innskrenkende når forbudets legislative begrunnelse trekker i denne retning.

Forbudet mot innsidehandel i vphl. § 3-3 bygger på EUs direktiv 2003/6/EC om markeds-
misbruk. Direktivet regulerer markeds-
misbruk, som omfatter innsidehandel og markeds-
manipulasjon.⁵⁷ Direktivet har ikke en tilsvarende misbruksreservasjon, men det er i denne
sammenheng antatt å gjelde et krav om årsakssammenheng i innsidehandelforbudet i MAD
art. 2 nr. 1. Dette kommer jeg tilbake til senere i dette kapittelet.

Direktivets forbud mot innsidehandel er formulert noe annerledes enn det norske forbudet. Forbudet i direktivet stiller krav om «possession» («besittelse») og «use» («bruk») av innsideinformasjonen og har ikke en tilsvarende misbruksreservasjon som forbudet i norsk rett. Direktivets forbud fremgår av art. 2 nr. 1, som lyder:

«1. Member States shall prohibit any person referred to in the second subparagraph who possesses inside information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates».

⁵⁶ NOU 1996: 2 side 61

⁵⁷ Direktiv 2003/6/EC fortalen punkt 12 første punktum

Det var lenge en uklarhet i EU-retten knyttet til hvorvidt «use»-kravet som fremgår av forbudet, innebar et krav om årsakssammenheng mellom besittelsen av innsideinformasjon og handel med finansielle instrumenter informasjonen relaterer seg til. Spector Photo, som ble avsagt 23. desember 2009 av EU-domstolen, bidro til å oppklare denne uklarheten på en måte som tilsynelatende også bringer EU-retten nærmere den særnorske misbruksreservasjonen. Disse forholdene krever særlige drøftelser, som jeg vil foreta under punkt 4.3.

Sæbø uttaler at «(d)en nærmere vurderingen av hva som kan menes med (rettsstridig) utnyttelse av innsideinformasjon, må foretas i lys av de formål innsidehandelreguleringen skal ivareta».⁵⁸ Ved vurderingen av om et konkret tilfelle som faller inn under ordlyden i første ledd, likevel ikke skal rammes av forbudet, vil formålet og hensynene bak loven generelt og forbudet spesielt, være avgjørende. Som vi har sett ovenfor i kapittel 3, er formålet med verdipapirhandelloven «å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter»,⁵⁹ med sikte på å sørge for et velfungerende verdipapirmarked som kapitalkilde for næringslivet. Markedets integritet og investorenes tillit er trukket frem som bærende hensyn.

Innsidehandelforbudet bør i alle fall som utgangspunkt ikke omfatte transaksjoner som ikke kan antas å svekke verken markedets integritet eller investorenes tillit til verdipapirmarkedet. Det vil ikke være behov for å forby slike tilfeller. Det er antatt at en «[i]nnskrenkende tolkning må normalt forutsette at det aktuelle typetilfellet skiller seg markant fra klassiske tilfeller av misbruk av innsidehandel. Det må kreves at det, til forskjell fra normalsituasjonen, anses lite trolig at investorenes tillit til verdipapirmarkedet svekkes ved å tillate kontrahering i dette typetilfellet».⁶⁰

⁵⁸ Sæbø (2005) side 133

⁵⁹ Jf. vphl. § 1-1

⁶⁰ Sæbø (1995) side 134

4.2 Typetilfeller som ikke vil innebære misbruk av innsideinformasjon

4.2.1 Innledning

Utgangspunktet for tolkningen av misbruksreservasjonen fremgår av forarbeidene til vphl. 1985,⁶¹ om at forbudet må leses med en rettsstridsreservasjon, slik at ikke enhver bruk av fortrolige opplysninger skal rammes av forbudet. For å finne ut på hva som mer bestemt ligger i misbruksreservasjonen, vil det derfor være nyttig å se på hva slags bruk som ifølge lovgiver ikke skal rammes av forbudet i kraft av misbruksreservasjonen, for å se om det er mulig å oppstille noen generelle retningslinjer.

I forarbeidene til verdipapirhandelloven(e) er det gitt flere eksempler på typetilfeller som faller utenfor forbudet mot innsidehandel fordi de er antatt å ikke innebærer misbruk. Det ble lagt til grunn av Finanstilsynet i Rundskriv 28/2011 at disse eksemplene vil kunne være retningsgivende for vurderingen av om det foreligger misbruk i andre typetilfeller.⁶² Rundskrivet har betydning som rettskilde og rettesnor for markedsaktørene verdipapirhandelloven retter seg mot.

4.2.1.1 Normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt

Det første typetilfellet er lovfestet og følger av vphl. § 3-3 annet ledd annet punktum. Ifølge denne bestemmelsen er «(f)ørste ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.»

Forholdet er at innløsning ikke vil innebære noe misbruk av informasjonen hvis innehaveren mottar innsideinformasjon etter utstedelsen av opsjonen, men før retten er gjort gjeldende.

⁶¹ Ot.prp.nr.72 (1990-1991) side 30

⁶² Finanstilsynets Rundskriv nr. 28 (2011) side 14

Begrunnelsen for dette unntaket er trolig at innsideinformasjonen ikke kan utnyttes for å oppnå en gevinst eller unngå et tap når den først blir kjent etter opsjons- eller terminkontrakten er inngått.⁶³ Det kan uttrykkes slik at innløsningen bare innebærer å benytte seg av kontraktbaserte rettigheter som ble etablert før man kom i besittelse av innsideinformasjonen.⁶⁴

4.2.1.2 Dersom vedkommende med innsideinformasjon informerer motparten

Et annet typetilfelle som fremgår av forarbeidene, er at det ikke vil innebære misbruk av innsideinformasjonen «dersom vedkommende med innsideinformasjon fullt ut informerer motparten eller forsikrer seg om at motparten er informert».⁶⁵ Dette er likevel bare være relevant ved direkte transaksjoner og ikke på det anonyme annenhåndsmarkedet.

Om dette typetilfelle fremholder Sæbø at

«når partene har det samme transaksjonsgrunnlaget og kontraherer direkte med hverandre, bør det ikke få betydning om kurssensitiv informasjon inngår i grunnlaget»,

og videre at

«(u)avhengig av om partene evaluerer informasjonen likt, vil partenes enighet om kjøp/salg på omforenede vilkår måtte betraktes som et risikoavveiet, informert forhandlingsresultat og intet «misbruk» av innsideinformasjon».⁶⁶

⁶³ Sæbø (1995) side 132

⁶⁴ Afrell (1991) side 89

⁶⁵ NOU 1996: 2 side 49, jf. Ot.prp.nr.72 (1990.1991) s. 31

⁶⁶ Sæbø (1995) side 133

På det anonyme annenhåndsmarkedet er det sjelden at kjøpere og selgere på forhånd vet hvem motparten er og kan forsikre seg om at vedkommende har samme opplysninger. Det vil heller ikke være mulig å regne informasjonsfordelen inn i prisen for å unngå å utnytte motparten. I forarbeidene er det derfor presisert om det anonyme annenhåndsmarkedet at «dersom det tilfeldigvis i ettertid skulle vise seg at motparten hadde de samme fortrolige opplysninger, vil innsidehandelforbudet likevel være overtrådt».⁶⁷

Begrunnelsen for unntaket ved direktetransaksjoner synes også her å være at det ikke foreligger utnyttelse i et slikt tilfelle.

4.2.1.3 Ved handel i motsatt retning av det innsideinformasjonen gir anvisning på

Et tredje typetilfelle som ifølge forarbeidene⁶⁸ ikke anses å rammes av forbudet, er det tilfellet der «man selger et verdipapir når man har opplysninger som fremstår som egnet til å påvirke kursen vesentlig i positiv retning, eller kjøper et verdipapir når man har opplysninger som er egnet til å påvirke kursen i negativ retning».

Begrunnelsen synes å være at innsideinformasjonen forutsetningsvis ikke vil ha virket inn på transaksjonsbeslutningen i slike tilfeller. Investoren kan ha ulike grunner for å handle i motsatt retning av det innsideinformasjonen tilsier at han bør gjøre; om investoren ikke stoler på informasjonen,⁶⁹ om det er for å støtte et selskap på vei nedover eller om investoren er tvunget til å selge for å frigjøre kapitalen som ligger i aksjene.⁷⁰

Det antas at dette typetilfelle ikke innebærer misbruk av innsidehandel idet det ikke foreligger utnyttelse av innsideinformasjonen.

⁶⁷ Ot.prp.nr.72 (1990-1991) side 31

⁶⁸ NOU 1996: 2 side 49, se også Bergo (2004) side 282-283

⁶⁹ Sæbø (1995) side 131

⁷⁰ Reed (1996) side 45

4.2.1.4 En meglers passive utførelse av ordre

Også meglers utførelse av ordre for andre vil være unntatt fra forbudet mot innsidehandel, selv om megleren har innsideinformasjon. I følge forarbeidene kan en megler, til tross for besittelse av innsideinformasjon, likevel gjennomføre vanlig virksomhet i form av kjøp og salg i samsvar med oppdrag fra kunder.⁷¹ Det understrekes imidlertid at utførende megler i dette tilfellet kun passivt kan utføre ordre på konkret initiativ fra kunden. Det legges videre til grunn i forarbeidene at vedkommende megler ikke kan handle på vegne av en kunde på bakgrunn av en generell handelsfullmakt.⁷² Bergo legger til grunn at det også innebærer at megleren ikke aktivt kan rådgi kunden «på en slik måte at kunden bevisst eller ubevisst påvirkes av innsideinformasjonen» og at megleren ikke «på eget initiativ tilskynder kunden til handel».⁷³

Begrunnelsen for unntaket er ifølge Sæbø at innsideinformasjonen ikke vil ha «innvirket på transaksjonsbeslutningen, idet beslutningen forutsetningsvis fattes av oppdragsgiver, som ikke har kjennskap til innsideinformasjon».⁷⁴ Det er derfor ingen grunn til at tilliten til verdipapirmarkedet skulle påvirkes av om den megler som investor gir i oppdrag å gjennomføre transaksjonsbeslutningen, har kjennskap til innsideinformasjon. Det fremholdes også at «(p)likt for megler til å unnlate å utføre slike kundeoppdrag kunne tvert imot ha uheldige virkninger».⁷⁵ Begrunnelsen for det er at megleren da måtte

«henvise kunden til å benytte seg av en annen megler. Transaksjonen ville i praksis bli gjennomført uansett, om enn gjerne noe forsinket. Henvisning til en annen megler ville kunne medføre bryderi for oppdragsgiver, svekke markedets

⁷¹ NOU 1996: 2 side 49

⁷² Ibid. side 49

⁷³ Bergo (2004) side 283

⁷⁴ Sæbø (1995) side 131

⁷⁵ Ibid. side 131

effektivitet, samt danne grunnlag for rykter og spekulasjoner om at 'noe er på gang'». ⁷⁶

4.2.1.5 Kjennskap til egne transaksjonsbeslutninger for egen regning

Finanstilsynet⁷⁷ har lagt til grunn at kjennskap til egne transaksjonsbeslutninger som foretas for egen regning, ikke vil innebære misbruk av innsideinformasjon, selv om transaksjonen vil komme til å påvirke kursen merkbart. ⁷⁸

Unntaket er ikke begrunnet i forarbeidene, men det er flere mulige begrunnelser for dette unntaket. For det første vil det være problematisk for en investor å forutse transaksjonsbeslutningens kurspåvirkende effekt. ⁷⁹ Videre vil investorens muligheter til å foreta den aktuelle transaksjonen kunne være vanskeliggjort ved en eventuell offentliggjøring før transaksjonen foretas, idet prisen forutsettes å stige. ⁸⁰ Investorens interesse for å delta i markedet vil svekkes, hvilket igjen vil kunne påvirke markedets likviditet, jf. foran om hensynene i kapittel 2.

I vphl. kapittel 4 har vi flagg- og meldepliktregler som ivaretar de relevante hensynene som gjør seg gjeldende i disse tilfellene. Dette vil ikke bli nærmere behandlet.

4.2.1.6 Når to eller flere personer samarbeider om f.eks. et oppkjøp

I et tilfelle hvor to eller flere samarbeider, for eksempel om oppkjøp av et selskap, har nødvendigvis partene i samarbeidet kunnskap både om den andre partens handler og at offent-

⁷⁶ Ibid. side 131-132

⁷⁷ Finanstilsynets Rundskriv nr. 28 (2011) side 13

⁷⁸ Se også Myklebust (2011) side 359

⁷⁹ Sæbø (1995) side 188

⁸⁰ Ibid. side 189

liggjøring av dette forholdet ville bidratt til å presse kursen opp.⁸¹ At gjennomføringen av egen forpliktelse i henhold til samarbeidet er tillatt og ikke vil innebære misbruk av innsideinformasjon, er forutsatt i blant annet reglene om tilbudsplikt i vphl. kapittel 6.⁸²

Unntaket bygger på forutsetningen om at handel med kjennskap til egen transaksjon og transaksjonsbeslutninger, ikke vil innebære misbruk av innsideinformasjon. Dersom man ikke unntok også disse tilfellene, ville man ifølge Sæbø

«få uhensiktsmessige og ubegrunnede sondringer mellom for eksempel oppkjøp hvor samtlige kjøp skjer for de samarbeidende parter feller regning – i eller utenfor selskapsforhold – og oppkjøp hvor de samarbeidende parter kontraherer for seg selv».⁸³

4.2.1.7 Sentralbankens kjøp eller salg av (rentebærende) verdipapirer

Sentralbankens kjøp og salg av rentebærende verdipapirer anses ikke som misbruk av innsideinformasjon, selv om slik handel ofte foregår med kjennskap til forestående endringer i de makroøkonomiske rammebetingelser, herunder rentenivå og lignende.⁸⁴ I forarbeidene er unntaket begrunnet med at slik virksomhet fra myndighetenes side er nødvendig. Begrunnelsen for å unntaket gjør seg ikke gjeldende for aksjer.

⁸¹ Ot.prp.nr.72 (1990.1991) side 31

⁸² NOU 1996: 2 side 49

⁸³ Sæbø (1995) side 132

⁸⁴ Ot.prp.nr.72 (1990-1991) side 31

4.2.1.8 Lovbestemt plikt for handelen

Etter omstendighetene vil også tilfeller hvor det foreligger en lovbestemt plikt for handelen, ikke regnes som misbruk.⁸⁵ Eksempler på slike tilfeller er ved plikt til salg i henhold til konsesjonslovgivning og plikt til realisasjon av pant og sikkerheter.

Begrunnelsen må være at innsideinformasjonen ikke har vært motiverende for handelen. I slike tilfeller kan det imidlertid spekuleres i når man velger å selge hvis man får et handlingsrom (nedsalgsfrist). De nærmere problemstillinger dette reiser vil ikke bli behandlet.

4.2.2 Kan det oppstilles generelle retningslinjer for tilfeller som vil falle utenfor forbudet mot innsidehandel på grunn av misbruksreservasjonen?

På bakgrunn av eksemplene gitt ovenfor under 4.2.1., skal det undersøkes om det er mulig å oppstille overordnede prinsipper som kan sies å følge av disse. Det er forutsatt at eksemplene skal kunne være retningsgivende for ved vurderingen av om det foreligger misbruk i andre typetilfeller⁸⁶ og at hvorvidt det foreligger et misbrukstilfelle, må bero på en vurdering av omstendighetene i det konkrete tilfellet.⁸⁷

Sæbø oppstiller fire generelle argumenter som grunnlag for unntak fra forbudet mot innsidehandel, som kan utledes av de typetilfellene som var oppstilt allerede i 1995.⁸⁸ Etter hans avhandling har også unntaket for kjennskap til egne transaksjonsbeslutninger kommet til.⁸⁹

⁸⁵ NOU 1996: 2 side 61

⁸⁶ Finanstilsynets Rundskriv nr. 28 (2011) side 14

⁸⁷ Finanstilsynets Rundskriv nr. 28 (2011) side 13

⁸⁸ Sæbø (1995) side 133

⁸⁹ Kredittilsynets rundskriv nr. 14 (2005) side 13

4.2.2.1 Transaksjonen er nødvendig

Tilfeller hvor Sentralbanken foretar kjøp eller salg av verdipapirer, vil forbudet ikke ramme idet slik kjøp og salg av verdipapirer anses som «nødvendig». Tilfellet er snevert og vil trolig ikke ha praktisk overføringsverdi. Dersom Høyesterett skulle finne at et tilfelle var tilsvarende nødvendig, ville det også trolig falt utenfor forbudet mot innsidehandel fordi det ikke vil kunne anses for å innebære misbruk av innsideinformasjonen. «Nødvendig» i dette tilfelle refererer mest sannsynlig til at handelen er samfunnsøkonomisk gunstig, og ikke at den er nødvendig av hensynet til markedet.

4.2.2.2 Ønskelig for markedet

Flere tilfeller blant eksemplene vil falle utenfor forbudet fordi de må anses ønskelig for markedet. Vi ser at det er flere grunner til at et tilfelle som til tross for at de faller inn under ordlyden, likevel er ønskelige for markedet. Blant annet vil det at en viktig markedsfunksjon utføres, slik som i tilfellet med meglere, være en faktor det legges vekt på fordi det er ønskelig at slike funksjoner ivaretas for å oppnå et velfungerende verdipapirmarked.

Videre er det ønskelig å legge til rette for at viktige transaksjoner foretas. Da må ikke regler som er ment for å beskytte markedet bidra til å hemme det i stedet. Det er en slik tankegang som må antas å ligge bak unntakene for transaksjoner foretatt med kjennskap til egne og samarbeidspartners transaksjonsbeslutninger når disse vil kunne påvirke kursen merkbart. Transaksjonen vil kanskje bli vanskelig- eller umuliggjort hvis den må utsettes til transaksjonsbeslutningen er blitt kjent på markedet og kursen har steget som forventet.

4.2.2.3 De kontraherende parter har samme transaksjonsgrunnlag

Sæbø har tatt opp tilfellet hvor de kontraherende parter har samme transaksjonegrunnlag som et selvstendig argument for å unnta tilfellet fra forbudet. Argumentet er beslektet med det neste argumentet om at det ikke foreligger noen utnyttelse av innsideinformasjonen.

I Georgakis⁹⁰ drøftet EU-domstolen det bærende kriteriet i det gamle forbudet mot innsidehandel i direktiv 89/592 art. 2. nr. 1, «taking advantage of that information». Forholdet i denne saken var at «Georgakis-gruppen» hadde handlet aksjer innbyrdes i to børsnoterte selskaper, hvor de direkte eller indirekte var hovedaksjonærer. Transaksjonene ble foretatt på bakgrunn av råd fra finansielle rådgivere med sikte på stryke kursen. Transaksjonene ble hovedsakelig foretatt innbyrdes blant gruppens medlemmer og holdt utenfor markedet.⁹¹

Det domstolen la vekt på da den kom frem til at forholdet ikke innebar overtredelse av forbudet mot innsidehandel, var formålet med kriteriet «taking advantage of».⁹² Kriteriet tok sikte på å ramme utnyttelse av innsideinformasjon for å sikre markedets funksjon og beskytte investorenes tillit til markedet. Denne tilliten var antatt å avhenge av at investorene ble stilt på lik linje («equal footing») og beskyttet mot uberettiget bruk av innsideinformasjon.⁹³ Når forbudet tok sikte på å hindre at en avtalepart utnytter en informasjonsfordel til ulempe for motparten, kunne forbudet ikke få anvendelse når avtalepartene hadde den samme informasjonen og for øvrig var likestilt. Informasjonen utgjør i slike tilfeller ikke lenger innsideinformasjon i relasjon til partene og det konkrete saksforholdet.

Av dette utledes at i de tilfellene hvor handel foretas mellom parter som har samme informasjon, må det antas at det heller ikke være noen utnyttelse av innsideinformasjonen. Selv om dette konkrete argumentet har en snever rekkevidde og i praksis bare vil gjøre seg gjeldende ved direktetransaksjoner, er det også nok et eksempel på at det er lagt vekt på at det ikke foreligger utnyttelse av innsideinformasjonen, og det kan derfor også få en mer generell betydning.

⁹⁰ Case C-391/04 Georgakis v. Greece

⁹¹ Ibid. avsnitt 21-23

⁹² Ibid. avsnitt 36-39

⁹³ Det ble her vist til Case C-384/02 Grøngaard and Bang avsnitt 33

4.2.2.4 Det foreligger ingen utnyttelse av innsideinformasjonen

Flere av eksemplene på tilfeller som ikke kan anses som misbruk av innsideinformasjon, er begrunnet med at det ikke foreligger noen utnyttelse av innsideinformasjonen. Eksemplene er av relativt forskjellig art; at meglere utfører ordre etter kundeoppdrag, kjøp og salg i samsvar med tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt, det tilfelle at den informerte kontraktsparten informerer den andre og handel i motsatt retning av det informasjonen tilsier. En del av disse er dog nokså spesielle og vil derfor ikke ha nevneverdig overføringsverdi til andre tilfeller.

Noe generelt kan man imidlertid utlede, og det er at det synes å være relevant ved vurderingen av om et tilfelle innebærer misbruk av innsidehandel hvorvidt det konkrete tilfellet innebærer utnyttelse av innsideinformasjonen. Hva som nærmere bestemt ligger i utnyttelse av innsideinformasjonen er det vanskelig å si noe om, spesielt med tanke på at det fremgår ganske entydig av norske forarbeider at det ikke gjelder et krav om årsakssammenheng i norsk rett.⁹⁴ En annen ting er alle disse tilfelle er tilfeller hvor man ikke får et bevisproblem med hensyn til om utnyttelse har skjedd. Gir disse eksemplene anvisning på at det likevel gjelder et krav om årsakssammenheng?

I denne sammenheng legges det til grunn av både Christiansen/Bjørland⁹⁵ og Myklebust⁹⁶ at dersom noen etter å ha lagt inn ordre om kjøp eller salg av aksjer, mottar innsideinformasjon som relaterer seg til disse aksjene, må vedkommende avstå fra å handle. Dette er ikke helt i tråd med argumentet om at manglende utnyttelse av innsideinformasjonen innebærer at det ikke foreligger misbruk, ettersom det må anses som rimelig sikkert at innsideinformasjonen ikke utnyttes dersom man faktisk får kjennskap den denne etter ordren allerede er lagt inn.

⁹⁴ Dette kommer jeg tilbake til i punkt 4.3.

⁹⁵ Christiansen og Bjørland (1990) side 134

⁹⁶ Myklebust (2011) side 358

I tråd med det Sæbø⁹⁷ skriver, er det kanskje først og fremst mangelen på utnyttelse av innsideinformasjonen som synes å kaste lys over det mer generelle innhold av misbruksreservasjonen. Dernest kommer de tilfellene som ikke kan anses rettsstridig, enten fordi det er ønskelig eller nødvendig. Grunnen til at et tilfelle som går inn under ordlyden i forbudet, kan være ansett som ønskelig eller nødvendig, kan ha sin bakgrunn i at de bidrar til å opprettholde viktige markedsfunksjoner eller for øvrig bidra til å fremme hensyn andre bestemmelser i verdipapirhandelloven enn forbudet mot innsidehandel tar sikte på å ivareta. Vi har sett i kapittel 3 at hensynet til å oppnå et effisient marked kan være et slikt hensyn.

4.3 Innebærer misbruksreservasjonen et krav om årsakssammenheng?

4.3.1 Innledning

Jeg skal i det følgende forsøke å finne ut om misbruksreservasjonen innebærer et krav om årsakssammenheng. *Spector Photo* er sentral i dette henseende, og for å forstå den fulle bredden av dens betydning for spørsmålet om misbruksreservasjonen innebærer et krav om årsakssammenheng, går jeg først inn på rettstilstanden før *Spector Photo*⁹⁸ i punkt 4.3.2.

Spector Photo omhandlet i korte trekk hvordan «use-kriteriet i MAD art. 2 nr. 1 skulle forstås og et kjernesporsmål innenfor dette var spørsmålet om «use»-kriteriet innebar et krav om årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og transaksjonsbeslutningen. Dette innebærer i tilfelle et krav om at handel er foretatt basert på *bruk* innsideinformasjon. Bestemmelsen i vphl. § 3-3 annet ledd er tilnærmingsvis lik MAD art. 2 nr. 1, idet annet ledd inneholder krav om *misbruk*. Det er dermed naturlig å stille spørsmål om misbruksreservasjonen stiller krav om årsakssammenheng.

Et krav om årsakssammenheng innebærer i denne sammenheng at handelen er motivert av innsideinformasjonen. I tråd med hovedårsakslæren vil det i tilfelle innebære at informa-

⁹⁷ Sæbø (2005) side 133

⁹⁸ Case C-45/08 *Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgium* ble avsagt 23. desember 2009

sjonen var en nødvendig betingelse for at transaksjonen foretas. Handelen kan ha vært motivert av innsideinformasjon selv om det også har vært andre omstendigheter som har medvirket til beslutningen – så lenge informasjonen er en nødvendig betingelse eller årsak til beslutningen om å foreta transaksjonen.⁹⁹

4.3.2 Gjaldt det et krav om årsakssammenheng før Spector Photo?

Det har lenge vært ansett som uklart om det kunne oppstilles et krav om årsakssammenheng i forbudet mot innsidehandel, og særlig gjelder det forbudet i bestemmelsen i MAD art. 2 nr. 1. Idet norsk rett generelt sett presumeres å være i samsvar med EU-retten, oppstår det også et spørsmål om norsk rett har vært i strid med EU-retten, dersom det skulle vise seg at det var et krav om årsakssammenheng i EU-retten før Spector Photo, men ikke i norsk rett ut fra norske rettskilder.

Etter *ordlyden* i vphl. § 3-3 første ledd er det tilstrekkelig at noen som har innsideinformasjon foretar «tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter». Det følger dermed ikke et uttrykkelig krav om at vedkommende har vært motivert av informasjonen da disposisjonen ble foretatt. Når de eneste vilkårene som oppstilles for å rammes av ordlyden er at noen må «ha» innsideinformasjon og direkte eller indirekte «foreta» en av handlingene som oppstilles, tyder det på at det heller ikke skal oppstilles et krav om at informasjonen har vært nødvendig for beslutningen om å handle, men at det holder at man har informasjonen på tidspunktet handelen foretas.

En ren språklig forståelse av ordlyden tyder dermed på at man ikke kan innfortolke et krav om årsakssammenheng i forbudet i § 3-3 første ledd. Misbruksreservasjonen i annet ledd gir i større grad anvisning på at informasjonen må ha virket inn på beslutningen, jf. det som ble sagt foran i 4.2. om utnyttelse. Ordlyden, at informasjonen må «misbrukes», kan synes

⁹⁹ Rt. 1992 s. 64 (P-pilledom II) på side 70

å legge opp til at informasjonen må ha blitt brukt på en klanderverdig måte for å rammes av forbudet.

I *forarbeidene*¹⁰⁰ fremgår det at departementet ikke har oppfattet bestemmelsen slik at det skulle innfortolkes et krav om årsakssammenheng i dagjeldende vphl. 1997 § 2-1 første ledd. (som tilsvarende dagens § 3-3 første ledd). I Ot.prp.nr.12 (2004-2005)¹⁰¹ uttales det ved vurderingen av hvilke krav MAD stiller til de nasjonale forbudene at:

«det kan reises spørsmål ved om det er et oppstilt et krav om årsakssammenheng, jf. uttrykket «using that information» i rammedirektivet¹⁰² art. 1 nr. 1.¹⁰³ Departementet legger i likhet med Kredittilsynet til grunn at forbudet mot innsidehandel ikke oppstiller et vilkår om årsakssammenheng. Det vises til fortalen punkt 18, der det fremgår at bruk av innsideinformasjon kan være erverv eller avhendelse av finansielle instrumenter dersom vedkommende person visste eller burde ha visst at informasjonen var innsideinformasjon. Dette er i overensstemmelse med rettstilstanden etter gjeldende vphl. §2-1. Departementet er også kjent med at andre EØS-land og EU-kommisjonen heller ikke oppfatter direktivet dit hen at det kreves årsakssammenheng. Det foreslås derfor ingen endring på dette punkt».

Enkelte forfattere og kommentatorer har gitt uttrykk for en annen oppfatning av betydningen av fortalen til Markedsmisbruksdirektivet punkt 18. Det vises til kommentar til misbruksreservasjonen i § 3-3 annet ledd på Rettsdata.no.¹⁰⁴ Til bestemmelsen skriver Michaelsen følgende:

¹⁰⁰ Ot.prp.nr.12 (2004-2005)

¹⁰¹ Ibid. side 29

¹⁰² Direktiv 2003/6/EC (MAD)

¹⁰³ Trolig mener departementet å henvise til art. 2 nr. 1

¹⁰⁴ Se note 56 til bestemmelsen i § 3-3 annet ledd.

«Departementet synes imidlertid å ha oversett at fortalens pkt. 18 viser at ikke all handel som utføres av noen med innsideinformasjon, skal regnes som «bruk av» informasjonen – direktivet kvalifiserer de handlinger som skal forbys til primært å være de som representerer en bruk av innsideinformasjonen, hvilket indikerer et element av motiv.»

og videre at den norske loven,

«om den skal oppfylle EØS-regelen, må forstås slik at det er et krav til «bruk»».

Forarbeidene er imidlertid klare på at det ikke gjelder et krav om årsakssammenheng etter den norske bestemmelsen, verken før eller etter gjennomføringen av MAD.

Det foreligger ingen relevant *Rettspraksis* som tar stilling til om det foreligger krav om årsakssammenheng i misbruksreservasjonen. Spørsmålet har ennå ikke blitt uttrykkelig drøftet av Høyesterett. Det har vært relativt få saker om innsidehandel oppe for Høyesterett etter den første dommen forelå i 2006.¹⁰⁵ Før den var det bare underrettsavgjørelser på området. Disse har bare begrenset tyngde som rettskilde, men underrettens uttalelser kan likevel bidra til å illustrere en alminnelig oppfatning på området. Det er ingen underrettsavgjørelser heller som inngående drøfter spørsmålet om det er et krav om årsakssammenheng i innsidehandelforbudet, men et par stykker nevner den, og skal derfor gis en kort omtale:

I TOSLO-2006-105458 var fem menn tiltalt for innsidehandel og/eller tilskyndelse til innsidehandel. Retten la til grunn at tiltalen mot B som gjaldt innsidehandel bygget på at han i «alle tre tilfeller kjøpte aksjer *fordi*¹⁰⁶ han fikk slik informasjon». Retten presiserer i et parentes i forbindelse med dette at «(r)etten er oppmerksom på at det ikke kreves årsakssam-

¹⁰⁵ Rt. 2006 s. 1049 (Sense-dommen)

¹⁰⁶ Min uth.

menheng mellom slik kunnskap og kjøp».¹⁰⁷ Påstanden utdypes ikke nærmere, men retten ser ut til å legge til grunn at det ikke kan oppstilles et krav om årsakssammenheng. Dommen ble anket og er senere behandlet av lagmannsrett og Høyesterett. Ingen av anke-domstolene tok stilling til spørsmålet om årsakssammenheng.

I TSTAV-2011-128794 (Acta-dommen) vises det til Otprp.nr.12 (2004-2005) side 29 og fastslås at «(d)et er imidlertid ikke noe krav om årsakssammenheng».¹⁰⁸ Det fremholdes imidlertid videre at

«(d)et bør likevel legges inn en viss nedre grense for at ikke forbudet skal hemme fornuftige transaksjoner, idet et for strengt forbud vil kunne svekke den nødvendige effektivitet i de finansielle markeder.»

Her henviser tingretten til et hensyn som taler mot et forbud mot innsidehandel (jf. kapittel 3) ved vurderingen av «den fornuftige investor»-testen, jf. vphl. § 3-2 tredje ledd. Dommen er riktignok avsagt etter Spector Photo, men dommen viser til forarbeidene fra før denne forelå. Denne dommen er ikke rettskraftig og skal behandles av lagmannsretten høsten 2014.

Disse dommene viser at forarbeidenes standpunkt om at det ikke var et krav om årsakssammenheng, ble lagt til grunn av, i hvert fall, underrettsdomstolene.

Reelle hensyn trekker i begge retninger. Et hensyn for at det ikke skal innfortolkes et slik krav kommer hensynet til forbudets effektivitet som straffebestemmelse. Som fremholdt av Økokrim i forbindelse med gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet, vil

¹⁰⁷ I del II under «Kort om tiltalebeslutningene og sakens faktiske forhold», omtale av tiltalte B

¹⁰⁸ TSTAV-2011-128794 punkt 4.1.3

«innføring av et krav om årsakssammenheng i den forstand at innsideinformasjon må utgjøre motivet eller det vesentligste motivet for handelen (...) medføre ytterligere bevisproblemer uansett om anførslene er korrekte eller ikke».¹⁰⁹

Det er nærliggende at en innskrenkende tolkning av rekkevidden til et straffebud vil kunne innebære større bevisbyrde for påtalemyndigheten. Subjektive vilkår vil særlig kunne være vanskelig å bevise at forelå, ettersom den handlendes motiv sjelden vil være noe som fremgår av håndfaste bevis.

For et krav om årsakssammenheng kommer hensynet til at forbudet bidrar til å fremme markedets funksjon og likviditet. Et rent objektive forbud vil lett kunne favne for vidt og ramme handler som ikke er negative for markedet, eller som markedet til og med er tjent med. Av hensyn til markedsaktørene, kunne en ha vært tjent med en mer utfyllende regel som legger klarere føringer på når tilfeller som rammes av lovens ordlyd likevel ikke skal rammes av forbudet. Det vil kunne bidra til større grad av forutsigbarhet for markedsaktørene, som nå ikke vil kunne vite helt om de står i fare for å rammes av forbudet eller om de vil gå klar av forbudet som følge av den alminnelige rettsstridsreservasjonen. Dette vil igjen kunne føre til at transaksjoner markedet ville vært tjent med, ikke finner sted.

Når lovgivers standpunkt er så vidt klart i retning av at det ikke følger et krav om årsakssammenheng av misbruksreservasjonen, kan det vanskelig argumenteres med å innfortolke et slikt krav alene basert på at det finnes hensyn som taler for det.

Videre må den norske bestemmelsen tolkes i lys av *EU-retten*: MAD og relevant praksis fra EU-domstolen. Her må det imidlertid vurderes hvorvidt et krav om årsakssammenheng må sies å følge av EU-retten, ettersom norsk rett presumeres å være i samsvar med denne.¹¹⁰

¹⁰⁹ Økokrim la til grunn at det ikke hadde eksistert et slikt krav frem til dette tidspunkt

¹¹⁰ Jf. foran i punkt 1.3.

Vilkåret i MAD art. 2 nr. 1 er et forbud for «any person (...) who *possesses* inside information from *using* that information by acquiring or disposing».¹¹¹ Formuleringen gir ikke klart uttrykk for om det må foreligge årsakssammenheng mellom besittelsen av innsideinformasjon og bruken av denne. På den ene side kan bestemmelsen synes gi anvisning på det må foreligge årsakssammenheng for at en disposisjon skal rammes av forbudet, jf. uttrykksmåten «using that information». På den annen side kan det også være at det er nok at man erverver eller avhender mens man er i besittelse av informasjonen, og at uttrykket «using» det ikke skal tillegges selvstendig betydning. En alminnelig språklig forståelse av ordet «using» tilsier at informasjonen faktisk må brukes, slik at det ikke holder å bare være i besittelse av den.

Fortalens punkt 18 utdyper definisjonen noe. Den lyder som følger:

«Use of inside information can consist in the acquisition or disposal of financial instruments by a person who knows, or ought to have known, that the information possessed is inside information. In this respect, the competent authorities should consider what a normal and reasonable person would know or should have known in the circumstances»

Det fremgår av dette punktet at «bruk» av innsideinformasjon kan bestå av erverv eller avhendelse av finansielt instrument av en person som visste, eller burde ha visst, at informasjonen han var i besittelse av var innsideinformasjon. Det kan ut fra dette se ut til at det er tilstrekkelig for å konstatere bruk i henhold til forbudet mot innsidehandel i art. 2 (1) at noen som besitter innsideinformasjon, erverver eller avhender finansielle instrumenter som innsideinformasjonen relaterer seg til. Det gis også anvisninger på et subjektivt kriterie som må være oppfylt for at disposisjonen rammes av forbudet; at vedkommende visste eller burde ha visst at informasjonen var innsideinformasjon. Det siste blir i norsk rett en vurde-

¹¹¹ Mine uth.

ring av om skyldkravet er oppfylt for straffebestemmelsen, og har ikke direkte relevans i forhold til «use»-kriteriet per se.

Uttrykket «using» erstattet «taking advantage of», som var vilkåret i det tilsvarende forbudet i direktiv 89/592¹¹². I forarbeidene¹¹³ til Markedsmisbruksdirektivet, forklares utskiftingen av begrepet «taking advantage of» med at «(t)he mere use of inside information should be sanctioned in the administrative context, therefore any final of intentional element should be deleted».

Vilkåret for hva som skal til for å rammes av forbudet mot innsidehandel ble byttet ut idet *bruk* av innsideinformasjon i seg selv skulle være tilstrekkelig til å bli møtt av administrative sanksjoner. Elementer knyttet beslutningen om å handle måtte derfor fjernes.

Forarbeidene avklarer blant annet at den handlendes hensikt ikke er relevant ved vurderingen av om forbudet er overtrådt, men de avklarer ikke hva som nærmere ligger i begrepet «the mere use». Begrepet gir i seg selv assosiasjoner til aktiv nyttegjøring av innsideinformasjonen, og at innsideinformasjonen må ha vært en del av beslutningsgrunnlaget for transaksjonen. Hvis det ikke var meningen med en slik forståelse av bestemmelsen, hadde det vært nærliggende at vilkåret ble tatt helt ut, slik at man stod igjen med «...prohibit any person...who possesses inside information from acquiring or disposing of», og sånn sett fått det klarere frem dersom man mente det skulle være nok for overtredelse av forbudet at handel ble foretatt på et tidspunkt man var i besittelse av innsideinformasjon.

EU-domstolen hadde ikke før Spector Photo hatt spørsmålet om årsakssammenheng oppe til behandling. Det tidligere vilkåret i direktiv 89/592 art. 2 (1), «taking advantage of that information with full knowledge of the facts», ble kort omhandlet i Grøngaard & Bang¹¹⁴

¹¹² Direktiv 89/592 Insider Dealing Directive (IDD)

¹¹³ Report 27 February 2002, 2001/0118(COD) Amendment 27

¹¹⁴ Case C-384/02 Grøngaard & Bang v Denmark

og Georgakis¹¹⁵, men uttrykket «taking advantage of» skiller seg klart fra det nåværende vilkåret «using». I det forrige vilkåret synes det mer åpenbart at det måtte være sammenheng mellom besittelsen av innsideinformasjonen og handelen. «Taking advantage of» sier også noe om innsiderens hensikt med disposisjonen og det er den siden av uttrykket som ble drøftet i de nevnte avgjørelsene fra EU-domstolen. Når EU-parlamentet uttrykkelig har ønsket å gå bort fra den betydningen uttrykket «taking advantage of» hadde fått, blir ikke drøftelsen av dette begrepet særlig relevant for tolkningen av begrepet «use».

Uttrykket «taking advantage» ble altså byttet ut med «using» for å ta ut av vurderingen¹¹⁶ spørsmålet om formål og intensjon hos innsideren. Når vilkåret «using» ble stående uten nærmere holdepunkter for hvordan det skal tolkes, åpner det for ulike forståelser av hva som kreves for å rammes av forbudet.

Moloney¹¹⁷ diskuterer spørsmålet om krav til årsakssammenheng og faller ned på konklusjonen om at det gjelder et krav om årsakssammenheng i MAD art. 2 nr. 1, idet hun mener dette ligger i vilkåret om at innsideren «must use the information». Hun viser også til Storbritannias implementering av «use»-kriteriet i Financial Services Act 2000 Section 118 (2). Vilkaåret for at en disposisjon skal rammes av forbudet mot innsidehandel er etter denne bestemmelsen at den skjer «on the basis of inside information».¹¹⁸ I Storbritannia ser det altså ut til å gjelde et krav om årsakssammenheng, i og med at disposisjonen må foretas på grunnlag av innsideinformasjonen. Denne antagelsen underbygges av FSA's¹¹⁹ Code of Market Conduct 1.3.4., slik den lød frem til 6. mars 2011,¹²⁰ som presiserer at innsideinformasjonen må utgjøre grunnlaget for beslutningen om å handle. Dernest underbygges antagelsen av en avgjørelse avsagt 29. mars 2005 fra Financial Services and Markets Tri-

¹¹⁵ Case C-391/04 Georgakis v Greece

¹¹⁶ Report 27 February 2002, 2001/0118(COD) Amendment 27

¹¹⁷ I EC Securities Regulation, 2. utgave, Oxford University Press 2008 s. 965 (midt på siden)

¹¹⁸ Mine uth.

¹¹⁹ Financial Conduct Authority i Storbritannia

¹²⁰ Slettet 06/03/2011

bunal, som at fastslår at handel mens man besitter innsideinformasjon ikke alene er nok til å rammes av forbudet mot innsidehandel.

Lignende krav er også lagt til grunn i Frankrike, Tyskland og Østerrike.¹²¹ I de norske forarbeidene til endringsloven som gjennomførte MAD i norsk rett, ble det tvert imot lagt til grunn at det ikke var en slik tolkning av forbudet blant EU-landene.¹²²

Selv om det er vanskelig å si sikkert hva EUs lovgivere mente helt konkret med begrepet «use», ser det, etter alt å dømme, ut til at det har blitt lagt til grunn et krav om årsakssammenheng i flere EU-medlemsland på bakgrunn av nettopp dette begrepet. Løsningen disse landene har falt ned på, innebærer en tolkning av «use»-kriteriet slik at det har selvstendig betydning og innebærer at handelen må være gjort på bakgrunn av innsideinformasjonen.

Langenbucher viser til at en slik løsning ikke vil være i strid med EUs hensikt om å unnta subjektive elementer fra forbudet.¹²³ «Use» trenger ikke å referere til et subjektivt element, men til om innsideinformasjonen helt eller delvis dannet grunnlaget for beslutningen om å handle som et rent objektivt kriterie. Det vises til måten dette er gjort på i engelsk lovgivning,¹²⁴ slik at unnlatelsen av et subjektivt kriterie ikke nødvendigvis er et argument som taler mot at det gjelder et krav om at innsideinformasjonen må ha hatt betydning for beslutningen om å handle.

Oppsummeringsvis, basert på medlemslandenes tolkning av Markedsmisbruksdirektivet art. 2 nr. 1, gjaldt det trolig et krav om årsakssammenheng. Dette er imidlertid på ingen måte klart, ettersom det ikke før Spector Photo har kommet noen avklaring fra lovgivende eller dømmende myndighet i EU.

¹²¹ Langenbucher (2010) side 456

¹²² Ot.prp.nr.12 (2004-2005) side 29

¹²³ Langenbucher (2010) side 455

¹²⁴ Se ovenfor I punkt 4.3.2.5., jf. Financial Services Act 2000 Section 118 (2)

Ut fra en samlet vurdering av norske rettskilder må det legges til grunn at det før Spector Photo-dommen ikke kunne utledes et krav om årsakssammenheng av det norske forbudet mot innsidehandel i vphl. § 3-3. Trolig har det dermed vært en viss konflikt mellom norsk rett og EU-retten slik den har blitt lagt til grunn av medlemslandene. Spørsmålet blir da hvilken betydning Spector Photo har hatt for denne mulige konflikten med tanke på å avklare rettstilstanden.

4.3.3 Spector Photo og dens følger for rettstilstanden i EU-retten og norsk rett

EU-domstolen avsa 23. desember 2009 dom i saken *Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia*. Dommen omhandlet spørsmålet om det gjaldt et krav om årsakssammenheng i kriteriet om «use» av innsideinformasjon i forbudet mot innsidehandel i MAD. Forbudet mot innsidehandel finnes i art. 2 nr. 1 og lyder som følger:

«Member States shall prohibit any person referred to in the second subparagraph who possesses inside information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates.»

Dommen vurderer blant annet hvorvidt det følger et krav om årsakssammenheng av kriteriet «using that information». Dommen bidrar dermed til en rettslig avklaring av rekkevidden til direktivets forbud mot innsidehandel.

4.3.3.1 Kort om faktum i saken

Spector Photo Group (Spector Photo) hadde et aksjeopsjonsprogram for de ansatte, og for å etterleve dette var selskapet nødt til å kjøpe 45 000 aksjer på markedet. Etter at de nødvendige kjøpene var foretatt, offentliggjorde Spector informasjon om resultat og forretningsplaner, hvilket førte til at verdien på selskapets aksjer steg. Belgiske myndigheter klassifiserte kjøpene som ulovlig innsidehandel og bøtela selskapet og Mr. Van Raemdonck (som

la inn to av kjøpsordrene) for ulovlig innsidehandel. Selskapet og Mr. Van Raemdonck hevdet kjøpene ikke kunne klassifiseres som ulovlig innsidehandel etter EU-retten. Spørsmål omkring dette ble fremmet for EU-domstolen (heretter «Domstolen») til prejudisiell avgjørelse.

4.3.3.2 Problemstillingene i saken

Det Domstolen skulle gi svar på som er av interesse i denne sammenheng, er hvordan «use»-kriteriet i art. 2 nr. 1 skulle forstås, herunder om begrepet «use» innebærer et krav om årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og de relevante aksjekjøpene, eller om besittelse av informasjon på tidspunktet man handler i seg selv innebærer «use» («bruk») i henhold til artikkelen. Dersom Domstolen kom til at besittelse i seg selv innebærer «bruk» i henhold til artikkelen, slik at forbudet ble fullt ut objektivt, var det også et spørsmål om det måtte kreves noe i tillegg: skulle det vise seg å være nok for å konstatere «bruk» at man besitter informasjon på tidspunktet handelen foretas, ville det innebære at det oppstilles en presumsjon for bruk av informasjonen når handel foretas mens man er i besittelse av den. Spørsmålet videre er da hva som skal til for å motbevise presumsjonen.

Disse spørsmålene var det viktig å få svar på av flere grunner. For det første hadde det oppstått usikkerheten og ulik praksisen blant medlemsstatene rundt dette spørsmålet, slik at noen land opererte med en strengere regel enn andre. Videre er det et spørsmål om hva som skal veies tyngst – hensynet til markedets effektivitet eller hensynet til individenes rettssikkerhet og mulighet til å forsvare seg mot anklager om ulovlig innsidehandel. Det var også reist innsigelser fra italienske og britiske myndigheter om negative virkninger for markedets effektivitet dersom reglene var for rigide.

4.3.3.3 Domstolens svar på spørsmålene i saken

4.3.3.3.1 *Presumsjon for bruk*

Domstolen kom til at forbudet mot innsidehandel i MAD art. 2 nr. 1 er å forstå slik at det er en presumsjon for bruk av innsideinformasjonen dersom gjerningsbeskrivelsen i forbudet er oppfylt. Det skal nå redegjøres for hvordan Domstolen kom frem til dette tolkningsresultatet.

Domstolen fastslår¹²⁵ for det første at forbudet i art. 2 nr. 1 ikke inneholder noen uttrykkelige subjektive vilkår som må være oppfylt for å overtre forbudet; artikkelen

«does not state whether the primary insider must have been driven by a speculative intention, must have had a fraudulent intention or must have acted either deliberately or negligently».

Videre fremgår det ikke av artikkelen uttrykkelig

«whether it is necessary to establish that the inside information was decisive in the decision to enter into the market transaction at issue, or whether the primary insider had to be aware that the information in his possession was inside information».

Utgangspunktet er derfor, ifølge Domstolen, at vi står overfor et objektivt definert forbud.¹²⁶

Årsaken til at en slik utforming av forbudet begrunnes med at det var behov for å fjerne enkelte uklarheter som hadde oppstått vedrørende det gamle forbudet i det direktiv 89/593,

¹²⁵ Case C-45/08, Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia, avsnitt 32

¹²⁶ Ibid., avsnitt 35

som oppstilte som vilkår for overtredelse av forbudet at vedkommende med innsideinformasjon hadde «taking advantage of that information with full knowledge of the facts».

Ved Markedsmisbruksdirektivet ble de subjektive elementene i det gamle forbudet fjernet for å eliminere tvil blant medlemslandene om hvorvidt subjektive elementer var relevante ved tolkningen av forbudet.¹²⁸ Vilkåret om «full knowledge of the facts» ble tatt ut av forbudet fordi det ble antatt at en primærinnsider av natur har tilgang på innsideinformasjon til daglig og er klar over dens konfidensielle natur. Et slikt krav synes derfor overflødig. Vilkåret «taking advantage of» ble byttet ut med «using» for å fjerne formål og intensjon som en del av definisjonen på innsidehandel.¹²⁹

Domstolen forsvarte innføringen av en definisjon av innsidehandel helt uten subjektive elementer for det første med innsidehandelens «specific nature», og for det andre med Markedsmisbruksdirektivets formål, som bestemmelsen må tolkes på bakgrunn av.¹³⁰

Domstolen uttaler at innsidehandelens «specific nature» relaterer seg til kombinasjonen av den forutsatte tilliten mellom primærinnsideren og utstederselskapet og bestemmelsens gjerningsinnhold. Denne kombinasjonen gjør det, ifølge Domstolen mulig å oppstille en generell presumsjon for at et subjektivt element er til stede når bestemmelsens gjerningsinnhold er oppfylt. Dette er begrunnet med at, ettersom en handel nødvendigvis er et resultat av en serie beslutninger, kan det presumptivt utelukkes at handelen har skjedd uten at vedkommende innsider er klar over det. Presumsjonen baserer seg på at når handelen skjer på et tidspunkt hvor innsideren besitter innsideinformasjon, må informasjonen i prinsippet ha spilt en rolle under beslutningene.¹³¹

¹²⁸ Ibid., avsnitt 33

¹²⁹ Ibid., avsnitt 34

¹³⁰ Ibid., avsnitt 36 og 37

¹³¹ Ibid., avsnitt 36

Mangelen på et subjektivt element ble også begrunnet med formålet bak direktivet. Formålet er å sikre markedets integritet og styrke markedets tillit hos investorene.¹³² For å oppnå dette, må overtredelse av forbudet forhindres og eventuell overtredelse må kunne møtes med effektive sanksjoner.¹³³ Domstolen anser altså hensynet til forbudets effektivitet for å oppnå formålene med direktivet, som viktig nok til å forsvare et objektivt forbud.

4.3.3.3.2 Hva skal til for å tilbakevise presumsjonen?

Presumsjonen Domstolen oppstiller i Spector Photo innebærer at det er to elementer som må være oppfylt for at det kan sies å foreligge ulovlig innsidehandel; 1) besittelse av innsideinformasjon, og 2) anskaffelse eller avhendelse av finansielt instrument informasjonen relaterer seg til. Uttrykket «using that information» innebærer med andre ord ikke et krav om årsakssammenheng i den forstand at det må påvises aktiv bruk av informasjonen. «Bruk» i henhold til Direktivet foreligger ved at anskaffelse eller avhendelse skjer på et tidspunkt man besitter innsideinformasjon, uten at denne må sies å utgjøre motivasjonen for disposisjonene.

Domstolen avfeier at en slik presumsjon vil være i strid med uskyldspresumsjonen i EMK art. 6 (2).¹³⁴ idet EMD¹³⁵ aksepterer at det opereres med presumsjoner så lenge de begrenses og forsvarets rettigheter ivaretas.¹³⁶ For at presumsjonen for bruk i MAD art. 2 nr. 1. ikke skal være i strid med de krav EMD har oppstilt for å akseptere presumsjoner, må forsvarets rettigheter. Presumsjonen må derfor være åpen for å kunne tilbakevises.¹³⁷

¹³² Jf. blant annet Direktiv 2003/6/EC fortalen punkt 2. og 12

¹³³ Case C-45/08, Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia, avsnitt 37

¹³⁴ Domstolen fastslår at fundamentale menneskerettigheter er en integrert del av EU-retten

¹³⁵ Den europeiske menneskerettsdomstol

¹³⁶ Case C-45/08, Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia, avsnitt 43, det vises til dom fra EMD, EMD 10519/83 (1988) Salabiaku v France

¹³⁷ Ibid., avsnitt 44

Domstolen pekte også på at det uavhengig av EMK var nødvendig å begrense omfanget av forbudet, idet en for vid tolkning trolig vil føre til utvidelse av forbudets rekkevidde utover det som anses som hensiktsmessig og nødvendig for å oppnå de mål som søkes oppnådd ved Markedsmisbruksdirektivet. En slik utvidelse kan føre til forbud mot visse transaksjoner i markedet som ikke krenker de interesser direktivet skal beskytte, slik at forbudet rekke utover det formålet med forbudet tilsier.¹³⁸

Ved tolkningen av forbudets rekkevidde, mente Domstolen det var nødvendig å skille mellom «bruk» av innsideinformasjon som krenker interessene direktivet søker å beskytte, fra «bruk» som ikke krenker disse interessene,¹³⁹ siden forbudet ikke er ment å ramme sistnevnte. Dette skillet avhenger av formålet med direktivet,¹⁴⁰ som vi så i punkt 2.1. at var å beskytte markedets integritet og styrke investorenes tillit, jf. Direktivets fortale punkt 12.

Ved vurderingen av hva som ligger i hensynet til investorenes tillit til markedet, så Domstolen hen til analogi fra Grøngaard og Bang¹⁴¹, der det ble uttalt at investorenes tillit

«depends, in particular, on their being placed on an equal footing and protected against the improper use of inside information».

Formålet med forbudet mot innsidehandel i art 2 nr. 1, er dermed å sikre likestilling mellom kontraktspartene på markedet. Dette gjøres ved å hindre en som besitter innsideinformasjon og som derfor er i en fordelaktig posisjon vis-à-vis andre investorer, fra å profitere fra denne informasjonen, til skade for de som er ikke besitter samme informasjonen,¹⁴² jf. ved

¹³⁸ Ibid., avsnitt 46

¹³⁹ Ibid., avsnitt 46

¹⁴⁰ Ibid., avsnitt 47

¹⁴¹ Case C-384/02, Grøngaard og Bang avsnitt 33. Saken omhandlet den gamle bestemmelsen i direktiv 89/593 art. 2 nr. 1

¹⁴² Case C-45/08, Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia, avsnitt 48

analogi, Georgakis.¹⁴³ Innsideinformasjon skal ikke kunne gi fordeler på bekostning av andre markedsaktører som ikke har tilgang til samme informasjon.¹⁴⁴

Konsekvensen av Domstolens argumentasjon blir da følgende:

«the prohibition on insider dealing applies where a primary insider who is in possession of inside information takes unfair advantage of the benefit gained from that information by entering into a market transaction in accordance with that information».¹⁴⁵

Videre, for å unngå å utvide forbudet utover det som må anses hensiktsmessig og nødvendig for å oppnå formålet med direktivet, vil det i enkelte tilfeller være nødvendig å undersøke nærmere for å se om de faktiske omstendigheter fører til en urettferdig fordel på bekostning av andre investorer, slik at de må være forbudt av hensyn til markedets integritet og investorenes tillit.¹⁴⁶

Domstolen viste til eksempler i fortalen som viser at enkelte tilfeller vil rammes av ordlyden, uten at de egentlig innebærer «bruk av informasjonen» i henhold til det art. 2 nr. 1.¹⁴⁷ Fortalen punkt 18 omhandler for eksempel blant annet megleres passive utførelse av kundeordre selv om de selv besitter innsideinformasjon, punkt 29 omhandler bruk av informasjon man kommer i besittelse av i en gjennomgang av et selskap i forbindelse med oppkjøp, fusjoner mv. og punkt 30 omhandler gjennomføringen av egne transaksjonsplaner til tross for at informasjon om transaksjonsbeslutningen ville blitt ansett som innsideinformasjon hvis andre var i besittelse av den. Alle disse eksemplene må anses som nødvendige unntak

¹⁴³ Case C-391/04, Georgakis avsnitt 38. Saken omhandlet bestemmelsen i direktiv 89/593 art. 2 nr. 1

¹⁴⁴ Case C-45/08, Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia, avsnitt 49

¹⁴⁵ Ibid., avsnitt 53

¹⁴⁶ Ibid., avsnitt 55

¹⁴⁷ Ibid., avsnitt 56

fra forbudet for å opprettholde et effektivt og velfungerende marked, hvilket direktivet har som overordnet mål å oppnå, jf. fortalens punkt 2.

Domstolen konkluderte med at hvorvidt forbudet mot innsidehandel i MAD art. 2 nr. 1 er overtrådt, vil bero på om transaksjonen og de faktiske omstendigheter rundt transaksjonen fører til en urettferdig fordel på bekostning av andre transaksjoner eller for øvrig uberettiget bruk av innsideinformasjon.¹⁴⁸ Av dette kan det utledes at presumsjonen for bruk av innsideinformasjonen vil kunne tilbakevises ved føring av bevis for at transaksjonen nettopp ikke førte til en urettferdig fordel og heller ikke innebar utilbørlig bruk av informasjonen. Videre at det vil være relevant om transaksjonen tvert imot var gunstig for markedet eller utgjorde et typetilfelle som må anses nødvendig for å opprettholde et effektivt og velfungerende marked.

4.3.3.4 Forholdet mellom «use» og misbruksreservasjonen i lys av Spector Photo

Som vi har sett, bidro Spector Photo til å oppklare og fastslå hva «use»-kriteriet i MAD art. 2 nr. 1 innebærer for EU-retten. I lys av det Domstolen kom frem til i dommen, må det undersøkes hvordan forbudet mot innsidehandel i verdipapirhandelloven § 3-3 nå stiller seg i forhold EU-retten og om det fortsatt er en viss konflikt.

4.3.3.4.1 *Krav om årsakssammenheng*

Jeg har tidligere kommet frem til at det i vphl. § 3-3 ikke gjaldt et krav om årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjonen og handel med aksjer innsideinformasjonen relaterer seg til (punkt 4.3.2). Videre kom jeg frem til at det trolig gjaldt et krav om årsakssammenheng i MAD art. 2 nr. 1, hvilket innebar en viss konflikt mellom EU-retten og norsk rett på dette punkt.

¹⁴⁸ Ibid., avsnitt 61

I Spector Photo slo Domstolen fast at «use»-kriteriet ikke skulle tolkes dithen at det innebar et krav om årsakssammenheng ved at den svarte bekreftende følgende spørsmål:

«the mere fact that a person as referred to in [the first paragraph of] Article 2(1) of that directive [who] possesses inside information and acquires or disposes of, or tries to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, financial instruments to which that inside information relates, signifies in itself that he makes use of [that] inside information»

På den annen side ble spørsmålet besvart bekreftende på den måten at det ble oppstilt en presumsjon for bruk, hvilket tyder mye på at det faktisk er et krav om bruk i den forstand at det også er et krav om årsakssammenheng.

Dersom denne antakelsen stemmer, blir det et spørsmål om det faktisk også må sies å gjelde et krav om årsakssammenheng i norsk rett, dersom det viser seg at «use»-kriteriet og misbruksreservasjonen for øvrig har samme innhold.

4.3.3.4.2 Forholdet mellom «use»-kriteriet og misbruksreservasjonen

I det følgende skal det gis en sammenlignende fremstilling av «use»-kriteriet i MAD art. 2 nr. 1 og misbruksreservasjonen i vphl. § 3-3 annet ledd for å se om de innebærer det samme, herunder om også «use»-kriteriet skal leses som en misbruksreservasjon og om det synes å være de samme typetilfellene som faller utenfor innsidehandelforbudet ved anvendelsen av misbruksreservasjonen og «use»-kriteriet.

Både misbruksreservasjonen og «use»-kriteriet legger opp til at ikke all innsidehandel er ulovlig innsidehandel, slik innsidehandelforbudet er ment å ramme. Begge innebærer dermed at forbudet må tolkes innskrenkende.

Ved vurderingen av om forbudet ikke får anvendelse på det konkrete tilfellet, til tross for at gjerningsbeskrivelsen er oppfylt, legges det i begge tilfeller vekt på formål og hensyn bak

forbudet, som både i relasjon til MAD art. 2 nr. 1 og vphl. § 3-3 første ledd, er å styrke markedets integritet og ivareta markedsaktørenes tillit til markedets funksjon.¹⁴⁹

Forbudet i MAD art. 2 nr. 1 innebærer en presumsjon for bruk¹⁵⁰ av innsideinformasjonen, som vil kunne tilbakevises ved at det føres bevis for at interessene forbudet tar sikte på å beskytte, ikke er krenket ved at handelen ble foretatt, til tross for at vedkommende var i besittelse av innsideinformasjon. Er ikke disse interessene krenket, er det konkrete heller ikke skadelig for markedet.¹⁵¹ Det ble presisert i *Spector Photo* at anvendelsen av forbudet ikke måtte overdrives, slik at det vil hemme markedets funksjon.¹⁵²

Domstolen synes også å legge føringer på at de nasjonale myndigheter også skal undersøke om handelen krenker disse interessene i enkelte tilfeller:

«[C]ertain situations may require a thorough examination of the factual circumstances enabling it to be ensured that the use of the inside information is actually unfair so as to be prohibited by the directive in the name of the integrity of financial markets and investor confidence».¹⁵³

Det kan dermed se ut til at det ikke alltid vil være nødvendig for den som har handlet å selv føre motbevis, men at det forutsettes at kompetent myndighet, til tross for presumsjonen, også i visse tilfeller tar stilling til om forbudet ikke ser ut til å få anvendelse.

Det er mer uklart i norsk rett hvordan misbruksreservasjonen fungerer i praksis, ettersom den faktisk ikke er anvendt i praksis. Om forbudet i vphl. § 3-3 første ledd innebærer en presumsjon på samme måte som «use»-kriteriet i MAD, er usikkert og det er derfor også

¹⁴⁹ Se foran i punkt 4.2.2.5. og 4.3.3.3.2, med videre henvisning *Spector Photo* avsnitt 55

¹⁵⁰ Case C-45/08, *Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia* avsnitt 36

¹⁵¹ *Ibid.*, avsnitt 59

¹⁵² *Ibid.*, avsnitt 55, se også Hansen (2010) side 103

¹⁵³ Case C-45/08, *Spector Photo Group and Mr. Raemdonck v. Belgia* avsnitt 55

usikkert om det legges opp til at påtalemyndigheten må bevise at det foreligger misbruk eller om det må sies å gjelde en omvendt bevisbyrde, slik at den handlende selv må føre slikt bevis. Det er store betenkeligheter knyttet til en omvendt bevisbyrde i straffebestemmelser, slik at det neppe kan legges til grunn uten videre at det er det som gjelder i vphl. § 3-3. Uavhengig av hvem som må føre bevis for at det foreligger eller ikke foreligger misbruk i henhold til § 3-3 annet ledd, må det antas at det i norsk rett, i likhet med EU-retten, må tas utgangspunkt i hvorvidt interessene forbudet skal beskytte er krenket eller ikke, i tillegg til at det også vil være relevant om det konkrete tilfellet er nødvendig eller ønskelig.¹⁵⁴

I punkt 4.2. er det angitt en rekke typetilfeller som i forarbeider og juridisk litteratur må anses å falle utenfor forbudets rekkevidde fordi de ikke innebærer misbruk av innsideinformasjonen. For MAD art. 2 nr. 1 er det listet opp eksempler på tilfeller det er forutsatt at art. 2 nr. 1 ikke får anvendelse på i fortalen punkt 18, 29 og 30. Disse eksemplene må antas å være retningsgivende for hvilke tilfeller forbudet ikke skal få anvendelse på. Eksemplene er omtalt foran¹⁵⁵ og omhandler henholdsvis i korte trekk megleres passive utførelse av kundeordre selv, bruk av informasjon man kommer i besittelse av i en gjennomgang av et selskap i forbindelse med for eksempel oppkjøp og gjennomføringen av egne transaksjonsplaner når informasjon om transaksjonsbeslutningen må anses som innsideinformasjon.

Blant typetilfellene som er listet opp i norsk rett har vi meglers passive utførelse av kundeordre og gjennomføringen av egne transaksjonsbeslutninger. Eksempelet fra Fortalen punkt 29 er ikke uttrykkelig nevnt i forarbeidene eller i litteraturen, men det er nærliggende å anta at et slikt unntak også må følge av norsk rett, idet oppkjøp ellers ville umulig å gjennomføre. Det er veldig vanlig å foreta en selskapsgjennomgang (Due Diligence) ved et mulig oppkjøp i Norge, og det må forutsettes at informasjon som fremkommer må kunne benyttes

¹⁵⁴ Se foran i punkt 4.2.2.1 og 4.2.2.2.

¹⁵⁵ Se foran i punkt 4.3.3.3.2.

ved fremsettelse av tilbud. Så langt må misbruksreservasjonen antas å samsvare med «use»-kriteriet ut fra EU-domstolens tolkning av dette i *Spector Photo*.

Hansen¹⁵⁶ har på bakgrunn av EU-domstolens avgjørelse i *Spector Photo*-saken listet opp tre generelle argumenter for om et typetilfelle bør falle utenfor forbudet; «Parity of Information», «Fair Use of the Inside Information» og «Subsequent Inside Information». Med «Parity of Information» sikter han til tilfeller av direktetransaksjoner der kontraktspartene har samme informasjon fra før eller der den informerte parten informerer sin motpart.¹⁵⁷ Han viser i denne forbindelse til EU-domstolens premisser i *Georgakis*.¹⁵⁸ der begrunnelsen for et slikt unntak var at ingen av kontraktspartene vil ha en informasjonsfordel vis-a-vis den andre, og da kan det heller ikke foreligge noen overtredelse av forbudet mot innsidehandel. Unntaket for tilfellene hvor kontraktspartene har samme informasjon (transaksjonsgrunnlag), er lagt til grunn også i norsk rett.¹⁵⁹

Med «Fair Use of the Inside Information» sikter Hansen til særlig to typetilfeller. Det første er tilfellet ved direktetransaksjoner hvor den informerte part tar informasjonen med i beregningen ved transaksjonen, slik at prisen det betales økes ved positiv informasjon og omvendt. Det andre tilfellet omhandler megleres passive utførelse av ordre, som følger av Fortalen punkt 18, som et omtalt tidligere i dette punktet. I Norge har vi ikke noe tilsvarende unntak for tilfeller som det første, og det er vanskelig å si sikkert noe om et slikt tilfelle kan forsvares med det generelle argumentet om at det ikke foreligger utnyttelse av informasjonen,¹⁶⁰ eller om det i Norge må sies å gjelde en «disclose or abstain»-regel.¹⁶¹

¹⁵⁶ Hansen (2010) side 104-105

¹⁵⁷ Ibid. side 104

¹⁵⁸ Case C-391/04, *Georgakis* avsnitt 36-39, omtalt i *Spector Photo* avsnitt 48

¹⁵⁹ Se foran i punkt 4.2.1.2. og 4.2.2.3.

¹⁶⁰ Se foran i punk 4.2.2.4.

¹⁶¹ Regelen går ut på at hvis informasjonen ikke utleveres, må man avstå fra å handle.

«Subsequent Inside Information» gir anvisning på tilfeller der innsideinformasjonen er mottatt etter kontraktsvilkårene ble endelig fastsatt, men før transaksjonene er gjennomført. Hansen henviser til MAD art. 2 nr. 3, som gjør unntak for transaksjoner «that discharge obligations entered into before the inside information becomes known».¹⁶² Unntaket ser ut til å gjelde generelt forutsatt at kontraktsvilkårene er fastsatt og ikke kan endres av noen av partene.¹⁶³ I norsk rett er det lovfestet et tilsvarende unntak for «normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp».¹⁶⁴ Unntak hvor kontraktsforpliktelsene er fastsatt før informasjonen ble mottatt er imidlertid ikke antatt å gjelde generelt, ettersom det er lagt til grunn av flere forfattere at det man har plikt til å trekke tilbake ordren dersom man mottar innsideinformasjon etter ordre om handel er lagt inn.¹⁶⁵

I dette henseende kan det virke som at det i Norge er en mer restriktiv tolkning av forbudet og at det sånn sett er «lettere» å føre motbevis slik regelen er tolket av EU-domstolen i Spector Photo. Her må det spørres om ikke den norske regelen er tolket noe strengt. Dersom begrunnelsen for plikten til å trekke ordren tilbake har med bevisbyrde å gjøre, må det anføres at dagens teknologi allerede brukes til å fastslå tidspunkt både for når innsideinformasjonen forelå eller ble mottatt og når ordre ble lagt inn.

Et eksempel er Rt. 2013 s. 1197. I tiltalebeslutningen fremgår det i post I at tiltalte «Tirsdag 10. januar 2006 kl. 11: 41» fikk informasjon og blant annet i post II at han «Tirsdag 10. januar 2006 ca. kl. 11.45» oppfordret eller ansporet til salg av DNO-aksje.¹⁶⁶ Det vil i samme utstrekning kunne gjøres hvis det ble spørsmål om ordren ble lagt inn før eller etter innsideinformasjonen ble mottatt. Selv om det antas å ikke være en omvendt bevisbyrde om hvorvidt det forelå misbruk eller ikke, bør det i hvert fall være anledning til å føre bevis

¹⁶² Hansen (2010) side 104

¹⁶³ Jf. MAD art. 2 nr. 3, se omtale i Hansen (2010) side 104-105

¹⁶⁴ Jf. vphl. § 3-3 annet ledd annet punktum

¹⁶⁵ Christiansen og Bjørland (1990) side 134 og Myklebust (2011) side 358

¹⁶⁶ Rt. 2013 s. 1197 avsnitt 2

for at ordren ble lagt inn før informasjonen ble mottatt i de helt klare tilfeller. Et eksempel på hva jeg mener med «helt klare tilfeller», er tilfeller hvor ordren blir lagt inn (uten mulighet til å endre vilkårene) før innsideinformasjonen i det hele tatt oppstod. Hvis man er så uheldig at man skulle motta denne informasjonen før ordren har gått gjennom, stilles man dårligere enn dersom man ikke hadde mottatt informasjonen, ettersom ordren ellers ville blitt gjennomført.¹⁶⁷ Motparten, eller eventuelt en annen kjøper, vil på den annen side sitte igjen med en tilfeldig vinning på bekostning av vedkommende som var pliktig til å trekke tilbake ordren på bakgrunn av å ha mottatt informasjon, uten at den hadde noen innvirkning på beslutningen om å handle. Som Sæbø uttaler, er det vanskelig å se:

«at tilliten til markedet skulle bli svekket av at investorer som har besluttet å kontrahere, gjennomfører markedstransaksjonen til tross for at de blir kjent med innsideinformasjon etter å ha fattet transaksjonsbeslutningen».¹⁶⁸

Kort oppsummert legges det vekt på hva slags bruk som er til skade for markedet og hva slags bruk som ikke anses for å være det. Innholdsmessig innebærer «use»-kriteriet og misbruksreservasjonen langt på vei det samme, selv om det nok må sies å i større grad være åpnet for å tilbakevise presumsjonen i EU-retten. Tittelen på direktivet gir anvisning på at det er misbruk av innsideinformasjon bestemmelsen i art. 2 nr. 1 tar sikte på å motvirke, i og med uttrykket «Market Abuse». I dansk rett ble det innfortolket en misbruksreservasjon i innsidehandelforbudet i verdipapirhandelslovens § 35, stk. 1 i en dom fra danske Høyesterett.¹⁶⁹ At bestemmelsene nå må sies å ha et tilnærmet likt innhold, betyr at Norsk rett og EU-retten er nærmere hverandre nå enn før Spector Photo forelå, selv om det kanskje kan sies å bero på en tilfeldighet at EU-domstolen skulle vise seg å komme til omtrent det samme tolkningsresultat ved vurderingen av forbudet i art. 2 nr. 1 som må sies å følge av vphl. § 3-3 i og med misbruksreservasjonen i annet ledd.

¹⁶⁷ Sæbø (1995) side 134

¹⁶⁸ Ibid. side 134 med videre henvisninger

¹⁶⁹ UfR 2005.984 H (Midtbank-sagen), omtalt av Moalem og Moalem (2005) side 52-68

Kanskje vil Høyesterett komme til at de tilfeller der EU-retten kan sies å gå lenger, også må gjelde som unntak fra det norske forbudet – skulle de noen gang få slike tilfeller opp til doms. Det vil på ingen måte synes urimelig om vi i norsk rett skulle tillate det samme som EU-domstolen har tillatt for EU-retten. Begrunnelsen for det kan leses ut at EU-domstolens premisser i *Spector Photo* og er oppsummert av Hansen slik: «Why would a Member State wanting to protect its securities markets opt for a system that would be detrimental to that very purpose?»¹⁷⁰ Det er ingen grunn til å forby tilfeller som ikke er skadelige for markedet. En for restriktiv tolkning vil tvert imot kunne skade det markedet man søker å beskytte med forbudet.

Som nevnt i under punkt 4.3.2. synes det å være en oppfatning i norsk rett om at det ikke kan utledes et krav om årsakssammenheng av vphl. § 3-3 annet ledd. Men sett ut fra innholdet i misbruksreservasjonen, virker det unektelig som at det oppstilles et slags krav om årsakssammenheng. De tilfellene som nevnes som unntak fra innsidehandelforbudet, utgjør stort sett unntak fordi det ikke foreligger utnyttelse av innsideinformasjonen, og da må det stilles spørsmålet om ikke det er nettopp et krav om årsakssammenheng.

5 Forholdet til den alminnelige rettsstridsreservasjonen

Spørsmålet her er hvordan misbruksreservasjonen stiller seg i forhold til den alminnelige ulovfestede rettsstridsreservasjonen i strafferetten, herunder hvorvidt misbruksreservasjonen innebærer noe mer enn den generelle strafferettslige rettsstridsreservasjonen eller omvendt. For å forsøke å besvare dette vil jeg gi en kort fremstilling av den alminnelige rettsstridsreservasjonen og se hva den innebærer før den holdes opp mot det jeg har kommet frem til tidligere vedrørende innholdet i misbruksreservasjonen.

At vi har en alminnelig ulovfestet rettsstridsreservasjon i norsk strafferett, er ikke tvilsomt. Det er fastslått igjennom omfattende teori og rettspraksis som har lagt det til grunn. Her

¹⁷⁰ Hansen (2010) side 104

skal det undersøkes nærmere hva som kan utledes av teori og rettspraksis om hva rettstridsreservasjonen innebærer.

Det er et generelt vilkår for straffbarhet i norsk rett av det foreligger rettsstrid selv om dette ikke uttrykkelig er sagt i vedkommende straffebestemmelse. Rent språklig¹⁷¹ betyr «rettsstrid» at en handling må stride mot rettsordenen for å kunne møtes med straff. At vilkåret er generelt, fører til at det gjelder uavhengig av om det står noe om det i det enkelte straffebud,¹⁷² hvilket skulle tilsi at misbruksreservasjonen er overflødig ved siden av den generelle reservasjonen.

I forarbeidene til den nye Lov om straff 20. mai 2005 nr. 28¹⁷³ uttales det at begrepet «rettsstrid» som regel benyttes i to henseende; for å markere at det kan være særlig nærliggende at en av straffrihetsgrunnene kan foreligge eller «for å markere en generell begrensning i straffebudets anvendelsesområde», og med det gi anvisning på en innskrenkende tolkning.¹⁷⁴ Det er sistnevnte betydning av begrepet som benyttes her. Forarbeidene presiserer videre at reservasjonen i slike tilfeller fungerer som en henvisning til «sosiale, moralske eller etiske normer eller andre reelle hensyn som bør få betydning for hvor langt straffansvaret strekker seg».¹⁷⁵

Selv om vilkåret gjelder generelt, er det likevel en del straffebestemmelser som har egne rettsstridsreservasjoner. Andenæs peker på at det kan virke nokså tilfeldig hvorvidt en straffebestemmelse har en reservasjon eller ikke, men at en bestemmelse har en slik reservasjon, kan ha betydning for tolkningen av den.¹⁷⁶ Med dette mener han at det «at lovgiver selv har pekt på nødvendigheten av en begrensning, gjør det i tvilstilfeller lettere å statuere slike

¹⁷¹ Andenæs m.fl. (2004) side 156

¹⁷² Ibid. side 155

¹⁷³ Ot.prp.nr.8 (2007-2008)

¹⁷⁴ Ibid. side 22-23

¹⁷⁵ Ot.prp.nr.8 (2007-2008) side 22

¹⁷⁶ Andenæs m.fl. (2004) side 155

begrensninger enn når lovens ordlyd er absolutt». ¹⁷⁷ Av forarbeidene til den nye straffeloven fremgår det at en slik tankegang ikke blir helt riktig. Der uttales det at lovfestede reservervasjoner strengt tatt er «overflødig ved siden av den alminnelige ulovfestede rettsstridsreservasjonen», og at slike «i verste fall [kan] danne grunnlag for en uriktig oppfatning om at der hvor reservervasjonen ikke er tatt inn, er det lovgivers mening at det må foreligge spesielt «tunge» argumenter for at bestemmelsen kan tolkes innskrenkende». Slike reservervasjoner burde derfor «brukes med stor varsomhet». ¹⁷⁸

Helt overordnet innebærer den alminnelige ulovfestede rettsstridsreservasjonen at «en handling kan tenkes å være straffri, selv om den går inn under gjerningsbeskrivelsen i straffebudet». ¹⁷⁹ Uten en slik reservervasjon vil straffansvaret som følger av en bestemmelse kunne komme til å rekke mye lenger enn lovgiverne tilsiktet. ¹⁸⁰ Når man kommer til at en handling ikke er rettsstridig på grunnlag av rettsstridsreservasjonen, er det uttrykk for et tolkningsprosess hvor resultatet er at handlingen «ikke rammes av straffebudet til tross for at den går inn under ordlyden». ¹⁸¹ Rettsstridsreservasjonen medfører at man tolker et straffebud innskrenkende. ¹⁸²

Om tolkningen av rettsstridsreservasjonens rekkevidde i det enkelte tilfelle, uttales det i forarbeidene at det typisk vil «gjøre seg gjeldende tungtveiende reelle hensyn som etter omstendighetene tilsier at en handling ikke bør rammes av straff, selv om handlingen rammes av lovens ord». ¹⁸³ I Rt. 1979 s. 1492 fremgår det at det «må bero på en avveining mellom de hensyn straffebudet skal verne, og andre hensyn som det er grunn til å beskytte». ¹⁸⁴

¹⁷⁷ Ibid. side 155, se også Reed (1996) side 43.

¹⁷⁸ Ot.prp.nr.8 (2007-2008) side 22

¹⁷⁹ Rt. 2000 s. 646 på side 652

¹⁸⁰ Ot.prp.nr.8 (2007-2008) side 23

¹⁸¹ Andenæs m.fl. (2004) side 157

¹⁸² Rt. 2000 s. 646 på side 652

¹⁸³ Ot.prp.nr.8 (2007-2008) side 22

¹⁸⁴ Rt. 1979 s. 1492 på side 1499

Når det gjelder reservasjonen i verdipapirhandelloven § 3-3 annet ledd om at innsideinformasjon må misbrukes for å rammes av forbudet mot innsidehandel, ligger det ifølge forarbeidene til vphl. 1985 «en understreking av en rettsstridsreservasjon, det er ikke enhver bruk av fortrolige opplysninger skal rammes av forbudet».¹⁸⁵ Også i forarbeidene til vphl. 1997 refereres misbruksreservasjonen til som en rettsstridsreservasjon. Utvalget i NOU 1996: 2 ønsket likevel ikke å fjerne misbruksreservasjonen, ettersom de mente den «i dag virker opplysende og har betydning som rettskildefaktor».¹⁸⁶ Det kan tyde på at lovgiver ikke har ment at misbruksreservasjonen skulle ha en mer vidtgående funksjon enn den alminnelige ulovfestede rettsstridsreservasjonen som uansett ville fått anvendelse på forbudet.

I kapittel 4 ble det antatt at det ved vurderingen av hvorvidt det foreligger misbruk av innsideinformasjon, må bero på om det ut fra hensynet til markedets integritet og investorenes tillit til markedet, er nødvendig å forby det konkrete tilfellet. Hvis disse hensynene ikke er krenket, kan det heller ikke foreligge misbruk av innsideinformasjon, og forbudet mot innsidehandel kan anses for å være overtrådt.

For å sammenligne vurderingen som må foreta i relasjon til misbruksreservasjonen med hvordan den alminnelige rettsstridsreservasjonen er anvendt på straffebestemmelser i verdipapirhandelloven er dommen inntatt i Rt. 2012 side 686 (Timber Hill-/Aksjerobotdommen)¹⁸⁷ en god illustrasjon. Saksforholdet i denne dommen var følgende:

To «day-tradere» var tiltalt for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon i vphl. § 3-8 første ledd. De to tiltalte hadde oppdaget en svakhet i programmeringen av en aksjerobot, som gjorde det mulig å manipulere kursen roboten tilbød i markedet. På denne måten

¹⁸⁵ Ot.prp.nr.72 (1990-1991) side 30

¹⁸⁶ NOU 1996:2 side 61

¹⁸⁷ Rt. 2012 s. 686

hadde de to tiltalte oppnådd en bruttogevinst på nesten 400 000 kroner. Høyesteretts flertall kom til at de tiltaltes handlemåte falt inn under vphl. § 3-8 annet ledd nr. 1 første og annet alternativ om markedsmanipulasjon. Flertallet kom likevel til at den alminnelige rettsstridsreservasjonen førte til at de tiltalte måtte frifinnes. Høyesterett la vekt på det er de uheldige utslag av markedsmanipulasjon som skal unngås¹⁸⁸ og så hen til formålet med markedsmisbruksreglene. Sentrale momenter i vurderingen ut fra dette formålet, er «hvordan handlingen blir vurdert i markedet og om den har påført – eller har hatt potensial til å påføre – markedet skade».¹⁸⁹

I saken var det flere forhold som talte for at handlingen de to hadde utført utgjorde ulovlig markedsmanipulasjon, herunder deres klare hensikt om å manipulere prisen og at det ikke var noe aktverdig formål med manipulasjonen.¹⁹⁰ Høyesteretts flertall kom likevel under tvil til at den generelle rettsstridsreservasjonen måtte føre til frifinnelse. For det første fordi det ble lagt til grunn at de tiltaltes handlemåte måtte anses allment akseptert i markedet. For det andre var handlemåten med på å «fremme lovens formål ved å fjerne en ineffisiens i markedet», slik at de ikke manipulerte markedet, men reagerte på en ineffisiens i markedet «i tråd med markedets grunnleggende måte å fungere på». Det ble med andre ord blant annet lagt på vekt på hensynet til markedets funksjon.

I denne saken ble altså de to tiltalte frifunnet, selv om de hadde oppfylt gjerningsbeskrivelsen i vphl. § 3-8, fordi Høyesterett ikke anså handlingene deres for å være rettsstridige, selv om § 3-8 ikke har en tilsvarende misbruksreservasjon som i 3-3 annet ledd. Ved vurderingen ble det lagt avgjørende vekt på markedets funksjon og hensynet til å opprettholde effisiens i marked.

¹⁸⁸ Ibid., avsnitt 63

¹⁸⁹ Ibid., avsnitt 69

¹⁹⁰ Ibid., avsnitt 71

Dommen viser at det ved anvendelse av rettsstridsreservasjonen på bestemmelser i verdipapirhandelloven, legges vekt på det samme som ved anvendelse av rettsstridsreservasjonen på forbudet mot innsidehandel i § 3-3 første ledd. Det konkrete hensynet Høyesterett la vekt på, hensynet til å opprettholde effisiens i markedet, har ikke overføringsverdi ved anvendelse av rettsstridsreservasjonen på forbudet mot innsidehandel. Innsidehandelforbudet tar ikke sikte på å opprettholde effisiens, og kan tvert imot sies å motvirke effisiens.¹⁹¹ Det som er sentralt her er at Høyesterett vektla hensynet til markedet ved vurderingen av om det forelå rettsstrid. Det må være klart at Høyesterett ville lagt vekt på markedshensyn også i ved anvendelsen av rettsstridsreservasjonen på innsidehandelforbudet. Dette er samme type hensyn det må legges vekt på ved vurderingen av om det foreligger misbruk ved anvendelse av misbruksreservasjonen på innsidehandelforbudet.

På bakgrunn av dommen i Rt. 2012 s. 686 er det nærliggende å slutte at også uten misbruksreservasjonen i § 3-3 annet ledd, ville det vært innfortolket en tilsvarende reservasjon i første ledd på bakgrunn av den alminnelige rettsstridsreservasjonen. Premissene i dommen tyder også på at det er samme hensynene det ville bli lagt vekt på, idet Høyesterett vurderte om det forelå rettsstridig markedsmanipulasjonen ut fra formålet med forbudet mot manipulasjonen.

Trolig går den alminnelige rettsstridsreservasjonen og misbruksreservasjonen i vphl. § 3-3 annet ledd like langt i å innskrenke innsidehandelforbudet til å kun gjelde de tilfeller hvor innsidehandelen vil være i strid med hensynet til markedets integritet og investorenes tillit til markedet. Innholdsmessig må dermed misbruksreservasjonen antas å være overflødig ved siden av den alminnelige rettsstridsreservasjonen. En annen ting er at misbruksreservasjonen, som utvalget påpekte i NOU 1996: 2,¹⁹² kan virke opplysende og ha betydning som rettskildefaktor. Som Andenæs¹⁹³ og Reed¹⁹⁴ påpeker vil kanskje det at lovgiver selv har

¹⁹¹ Se kapittel 3 om dette.

¹⁹² NOU 1996:2 side 61

¹⁹³ Andenæs m.fl. (2004) side 155

pekt på nødvendigheten av en begrensning, gjøre det lettere i tvilstilfeller å statuere slike begrensninger enn når lovens ordlyd er absolutt, selv om lovgiver har presisert at lovfestede rettsstridsreservasjoner ikke er ment innebære en større innskrenkning enn den alminnelige ulovfestede rettsstridsreservasjonen. Det er det vanskelig å si noe sikkert om.

6 Oppsummering og konklusjon

Jeg vil i dette kapittelet kort oppsummere litt at det jeg har kommet frem til på bakgrunn av de spørsmål problemstillingen har reist underveis.

For det første må det ved vurderingen av hvorvidt et konkret tilfelle innebærer misbruk av innsideinformasjon eller ikke, bero på hensynet til markedets integritet og investorenes tillit med sikte på å opprettholde et likvid verdipapirmarked.

Videre må det også ved vurderingen tas med i beregningen at forbudet mot innsidehandel er en del av et komplekst regelverk, slik at det også vil være relevant om et tilfelle må utgjøre et unntak fordi det på andre måter fremmer markedets funksjon.

Hva gjelder EU-retten og norsk rett, er det trolig mer samsvar etter Spector Photo enn det var før, men det er fortsatt viktige spørsmål som melder seg i den forbindelse, og som fortrinnsvis lovgiver eller Høyesterett må ta stilling til.

Ved siden av den alminnelige rettsstridsreservasjonen, må misbruksreservasjonen anses for å ha en mindreverdig betydning, idet markedshensyn også ville vært en del av vurderingen dersom det ikke var noen misbruksreservasjonen i vphl. § 3-3. På den annen side har den en opplysende funksjon som lovgiver bevisst har ønsket å opprettholde.

¹⁹⁴ Reed (1996) side 43

7 Litteraturliste

Norske lover:

Lov om verdipapirhandel (Verdipapirhandelloyen - vphl.) 29. juni 2007 nr. 75

Forarbeider:

NOU 1996: 2	<i>Verdipapirhandel</i>
Ot.prp.nr.8 (2007-2008)	<i>Om lov om endringer i straffeloven 20. mai 2005 nr. 28 mv.</i>
Ot.prp.nr.34 (2006-2007)	<i>Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloyen) og lov om regulerte markeder (børsloyen)</i>
Ot.prp.nr.12 (2004-2005)	<i>Om lov om endringer i verdipapirhandelloyen og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)</i>
Ot.prp.nr.72 (1990-1991)	<i>Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover (Innsideregeler og emisjonskontroll mv.)</i>
Ot.prp.nr.68 (1984-1985)	<i>Om lov om verdipapirhandel</i>

Norske Retstidende:

Rt. 2013 s. 1197
Rt. 2012 s. 686
Rt. 2012 s. 629
Rt. 2006 s. 1049
Rt. 2000 s. 1811 (Finanger I)
Rt. 1992 s. 64 (P-pilledom II)

Underrettspraksis:

TOSLO-2006-105458
TSTAV-2011-128794 (Acta-dommen)

Ugeskrift for Rætsvesen:

UfR 2005. 984 H

Traktater:

EØS-avtalen Avtalen om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde,
2. mai 1992

EU-direktiver og forordninger:

Directive 2003/6/EC *DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND
OF THE COUNCIL of 28 January 2003 on
insider dealing and market manipulation (market abuse)*

Directive 89/592/EEC *Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating
regulations on insider dealing.*

Forarbeider til EU-direktiver:

COD - 2001/0118 *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT
AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipula-
tion (market abuse)*

Dommer fra EU-domstolen:

Case 45/08 - Spector Photo Group and Van Raemdonck v Belgium 2009 I-12073

Case 391/04 Georgakis v. Greece 2007 I-03741

Case 384/02 Grøngaard and Bang v. Denmark 2005 I-09939

Vedtak og rapporter:

Rundskriv fra Finanstilsynet nr. 28 (2011) *Lov om verdipapirhandel - enkelte
kommentarer til kapittel 3 og 4*

Bøker:

Afrell, Lars. *Insiderlagen: En Lagkommentar*. Sweden: Allmanna forlaget, 1991.

Andenæs, Johs., Magnus Matningsdal, og Fredrik Riever-Mohn. *Alminnelg strafferett*. 5.
utgave. Oslo: Universitetsforlaget, 2004.

- Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag, 2004.
- Christiansen, Per, og Jan Bjørland. *Verdipapirhandelloven med kommentarer: lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985, Utgave 61*. Oslo: Universitetsforlaget, 1990.
- Fleischer, Carl August. *Rettskiler og juridisk metode*. Oslo: Ad Notam Gyldendal, 1998.
- Hansen, Jesper Lau. *Informationsmisbrug: en analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime*. København: Akademisk forlag, 2001.
- Hansen, Jesper Lau. «Insider Dealing Defined: The EU Court's Decision on Spector Photo Group.» *European Company Law* 7, nr. 3 (2010): 98-105.
- Manne, Henry G. *Insider Trading and the Stock Market*. New York: Free Press, 1966.
- Moloney, Niamh. *EC Securities Regulation*. 2. utgave. Oxford: Oxford, 2008.
- Myklebust, Trude. *Innføring i finansmarkedsrett*. Bergen: Fagbokforlaget, 2011.
- Reed, Bjørn Gabriel. *Straffbar innsidehandel*. Oslo: Ad Notam Gyldendal, 1996.
- Sejersted, Fredrik , Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Sten Foyn, og Olav Kolstad. *EØS-RETT*. 1. utgave. Oslo: Universitetsforlaget, 2004.
- Sæbø, Rune. *Innsidehandel med verdipapir*. Bergen-Sandviken: Fagbokforlaget, 1995.

Artikler:

- Akerlof, George A. «The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism.» *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, August 1970: 488-500.
- Bainbridge, Stephen M. «The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer.» *Social Science Research Network*, 2001.
- Goshen, Zohar, og Gideon Parchomovsky. «The Essential Role of Securities Regulation.» *55 Duke Law Journal*, Volume 55, Issue 4, 2006: 711-782.
- Langenbuche, Katja. «The 'use or possession' debate revisited – Spector Photo Group and insider trading in Europe.» *Capital Markets Law Journal*, September 10, 2010: 452-470.
- Moalem, David og Dan Moalem. «Om intern viden og misbrugsreservationen – Efter Højesterets dom i Midtbank-sagen.» *NTS*, nr. 2, 2005: 52-68.